

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
CURSO DE MESTRADO EM CONTABILIDADE**

**DETERMINANTES DA UTILIZAÇÃO DOS *COVENANTS*
CONTÁBEIS NAS DEBÊNTURES EMITIDAS PELAS
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Mestrando: Jonatan Marlon
Konraht

Orientador: Ernesto Fernando
Rodrigues Vicente, Dr.

**FLORIANÓPOLIS
2017**

Jonatan Marlon Konraht

**DETERMINANTES DA UTILIZAÇÃO DOS *COVENANTS*
CONTÁBEIS NAS DEBÊNTURES EMITIDAS PELAS
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação submetida ao Programa de
Pós-graduação em Contabilidade da
Universidade Federal de Santa
Catarina para a obtenção do Grau de
Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Ernesto Fernando
Rodrigues Vicente

Florianópolis
2017

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor através do Programa
de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Konraht, Jonatan Marlon

Determinantes da utilização dos covenants contábeis nas
debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBovespa
/ Jonatan Marlon Konraht ; orientador, Ernesto Fernando
Rodrigues Vicente - Florianópolis, SC, 2017.

155 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em
Contabilidade.

Inclui referências

1. Contabilidade. 2. Contabilidade Financeira. 3.
Finanças. 4. Mercado de Crédito. I. Vicente, Ernesto
Fernando Rodrigues. II. Universidade Federal de Santa
Catarina. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III.
Título.

Jonatan Marlon Konraht

**DETERMINANTES DA UTILIZAÇÃO DOS *COVENANTS*
CONTÁBEIS NAS DEBÊNTURES EMITIDAS PELAS
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Esta Dissertação foi julgada adequada para a obtenção do Título de Mestre em Contabilidade, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 09 de fevereiro de 2017.

Prof. José Alonso Borba, Dr.

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade

Banca Examinadora:

Prof. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, Dr.

Orientador

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Fernando Dal-Ri Murcia, Dr.

Universidade de São Paulo (Videoconferência)

Prof.^a Ilse Maria Beuren, Dr.^a

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof.^a Suliani Rover, Dr.^a

Universidade Federal de Santa Catarina

Dedico este trabalho aos meus pais.

AGRADECIMENTOS

O desenvolvimento desta pesquisa envolveu a contribuição de diversas pessoas, as quais merecem a minha gratidão.

Agradeço primeiramente aos meus pais, Alberto e Clair, e a minha irmã Danusia, pois, devo a eles tudo o que sou.

À minha namorada, Julia Blasius, que, desde que a conheci, esteve ao meu lado transformando todos os momentos em os melhores momentos . Obrigado pela compreensão da minha ausência, e por todo seu amor e companheirismo.

Agradeço ao professor e orientador Dr. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, por todos os ensinamentos repassados ao longo do curso de mestrado e pelas valiosas contribuições ao longo do desenvolvimento desta pesquisa.

Aos integrantes do Núcleo de Pesquisas em Governança nas Organizações pelas importantes contribuições nas pesquisas desenvolvidas ao longo do mestrado. Em especial ao amigo Raphael Camargo pelos valiosos conhecimentos compartilhados.

Aos professores Dr. Jose Alonso Borba, Dr.^a Suliani Rover e Dr. Fernando Dal-Ri Murcia pelas enriquecedoras contribuições dadas a esta pesquisa no exame de qualificação.

Aos colegas e amigos da pós-graduação em Contabilidade da UFSC, em especial a Iago França Lopes, Jhonatan Hoff, Marcelo Machado de Freitas, Mariana Campagnoni e Rodolfo Rocha dos Santos, pela amizade e conhecimentos construídos em conjunto.

Agradeço, também, às demais pessoas que, de alguma forma, contribuíram para o desenvolvimento deste trabalho ou para o meu amadurecimento intelectual ao longo do curso de mestrado.

A todos vocês, o meu sincero muito obrigado.

“As convicções são inimigas mais perigosas da verdade do que as mentiras.”

(Friedrich Nietzsche)

RESUMO

Covenants contábeis são cláusulas contratuais, especificadas geralmente em contratos de dívida, as quais estabelecem parâmetros financeiros ou econômicos que a empresa devedora deve atender por meio do monitoramento de métricas contábeis. As duas principais funções dos *covenants* contábeis são a redução dos conflitos de agência entre empresa e credores, e a redução do efeito negativo da incerteza quanto ao desempenho futuro da empresa. No entanto, os fatores que direcionam o uso destas cláusulas são variados ou ambíguos, a depender do país ou tipo da dívida analisada. Neste contexto, o objetivo geral deste estudo é identificar fatores determinantes da utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil. Complementarmente, foi realizada uma análise descritiva das características dos *covenants* contábeis utilizados nestes títulos de dívida. A amostra analisada nesta pesquisa é composta por 352 debêntures emitidas entre 2010 e 2015 pelas companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para a identificação dos fatores determinantes da utilização de *covenants* contábeis, foi especificado um modelo de regressão logística com dados em painel com 11 variáveis explicativas para a utilização de *covenants* contábeis, as quais são divididas em três perspectivas de análise: (a) características econômicas e financeiras das empresas; (b) características de governança corporativa, e; (c) característica da dívida. Os resultados indicam que as debêntures emitidas por empresas maiores, com maior concentração de propriedade dos acionistas controladores, maior independência do conselho de administração e com dívidas de prazo mais curto ou com garantia real têm menor probabilidade de conter algum *covenant* contábil. Por outro lado, as debêntures emitidas por empresas em estágios mais intensos de crescimento tendem a ter maior probabilidade de conter *covenants* contábeis. A principal contribuição desta pesquisa à literatura é a constatação de que os mecanismos internos de governança corporativa “concentração de propriedade” e “independência do conselho de administração” atuam como mecanismos substitutos à utilização de *covenants* contábeis nas dívidas. Como contribuição prática, este estudo mostra que as empresas podem adotar mecanismos substitutos à utilização de *covenants* contábeis e, assim, evitar as restrições financeiras impostas pelos mesmos. Estes mecanismos, especificamente, podem ser a emissão de dívidas com prazo mais curto,

emissão de dívida com garantia real ou, ainda, o reforço das características internas de governança corporativa.

Palavras-chave: *Covenants* contábeis. Cláusulas restritivas. Debêntures. Mercado de crédito. Títulos de dívida.

ABSTRACT

Accounting-based covenants are contracting terms generally used in debt negotiations which establish financial or economic parameters that a company must meet through the monitoring of accounting metrics. The two main functions of accounting-based covenants are the reduction of agency conflicts between company and its creditors, and the reduction of negative effect of uncertainty about the company's future performance. However the factors which influence the use of accounting-based covenants are varied or ambiguous. They depend on the country characteristics or the type of debt. In this sense the main objective of this study is identify the determinants of accounting-based covenants use in bonds negotiated in Brazil. In addition a descriptive analyzes was performed on the characteristics of the accounting-based covenants used in these debt-based securities. The sample analyzed consists in 352 bonds issued among the years 2010-2015 by the publicly traded companies listed on BM&FBovespa. To identify the determinants of accounting-based use was specified a logistic regression panel data model with 11 variables which are divided in three analysis perspectives: (a) financial and economic characteristics by the companies; (b) corporate governance characteristics, and; (c) bond characteristics. The results indicate the bonds issued by larger companies, with a greater ownership concentration by the controlling shareholders, greater board independence, and issued with shorter maturity are less likely to contain an accounting-base covenant. In complement, bonds issued by companies in more intense growth tend to be more likely to contain at least one accounting-based covenant. The main contribution by this research to the financial covenants literature is the identification that the internals mechanisms of corporate governance "ownership concentration" and "board independence" act as substitutes to the use of accounting-based covenants in bonds issued in Brazil. As practical contribution, this research shows that companies can adopt substitutive mechanisms for the use of accounting-based covenants and, thus, avoid financial constraints imposed by then. In specific, these mechanisms could by a shorter maturity in the bonds, use a real warranty in the bond issued or, also, the reinforcement of the internal characteristics of corporate governance.

Keywords: Accounting-based covenants. Financial covenants. Bond. Credit market. Public debt.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Interface entre a contratação de crédito e a utilização de <i>covenants</i>	29
Figura 2 – Classificação dos <i>covenants</i> contratuais	41
Figura 3 – Síntese dos potenciais fatores explicativos para a utilização de <i>covenants</i> contábeis testados	92

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Síntese dos estudos similares	73
Quadro 2 – Definições operacionais das variáveis da pesquisa	94
Quadro 3 – Exemplos de <i>covenants</i> contábeis	97
Quadro 4 – Classificação de Ramsay e Sidhu (1998) para os <i>covenants</i> contábeis.....	98
Quadro 5 – Representação das hipóteses da pesquisa no modelo econométrico	102
Quadro 6 – Resultados obtidos para as hipóteses testadas	142

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra da pesquisa	80
Tabela 2 – Características das debêntures analisadas.....	104
Tabela 3 – Estatísticas descritivas das debêntures por setor econômico	107
Tabela 4 – Índice de utilização de <i>covenants</i> contábeis.....	108
Tabela 5 – Empresa que deve cumprir os <i>covenants</i> contábeis.....	110
Tabela 6 – Utilização de <i>covenants</i> contábeis entre os setores econômicos.....	112
Tabela 7 – Média de <i>covenants</i> contábeis por debêntures.....	113
Tabela 8 – Período de verificação dos <i>covenants</i> contábeis.....	114
Tabela 9 – Natureza dos indicadores financeiros utilizados como <i>covenants</i> contábeis.....	115
Tabela 10 – Principais indicadores contábeis utilizados nas debêntures	118
Tabela 11 – Principais indicadores contábeis por setor econômico	120
Tabela 12 – Condições para a ocorrência da violação técnica dos <i>covenants</i> contábeis.....	124
Tabela 13 – Tipos de penalizações impostas à violação dos <i>covenants</i> contábeis.....	125
Tabela 14 – Quórum necessário para conceder o perdão do <i>covenant</i> contábil violado	126
Tabela 15 – Estatísticas de decomposição da variância das variáveis do modelo.....	129
Tabela 16 – Matriz de correlações de Pearson das variáveis que compõem o modelo	133
Tabela 17 – Modelo de estimação da probabilidade de utilização de <i>covenants</i> contábeis.....	135

LISTA DE ABREVIACÕES E SIGLAS

ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas

AGD - Assembleia Geral de Debenturistas

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

BP - Balanço Patrimonial

CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DFC - Demonstração dos Fluxos de Caixa

DRE - Demonstração do Resultado

EBITDA - Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

ICVM - Instrução editada pela Comissão de Valores Mobiliários

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

ln - Logaritmo natural

SND - Sistema Nacional de Debêntures

VIF - Fator de Inflação da Variância

β - *Beta*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	27
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	29
1.2	OBJETIVOS	31
1.2.1	Objetivo Geral.....	31
1.2.2	Objetivos específicos	31
1.3	JUSTIFICATIVA	32
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	35
2.1	<i>COVENANTS</i> CONTRATUAIS	35
2.1.1	Conceitos básicos.....	35
2.1.2	Funções desempenhadas pelos <i>covenants</i>.....	45
2.1.2.1	Teoria da agência, custos de agência da dívida e papel dos <i>covenants</i>	46
2.1.2.2	Incerteza em relação ao desempenho econômico futuro da empresa	55
2.1.2.3	Síntese do papel dos <i>covenants</i> como um mecanismo de governança	59
2.2	DEBÊNTURES	62
2.3	ESTUDOS SIMILARES.....	67
2.3.1	Citron (1995)	67
2.3.2	Moir e Sudarsanam (2007).....	68
2.3.3	Inamura (2009).....	69
2.3.4	Costello e Wittenberg-Moerman (2011).....	69
2.3.5	Ismail (2014)	70
2.3.6	Demerjian (2014).....	70
2.3.7	Bradley e Roberts (2015).....	71
2.3.8	Síntese dos resultados obtidos pelos estudos similares	71
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	77
3.1	ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO	77
3.2	AMOSTRA E PERÍODO DA PESQUISA	78
3.3	FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA	80
3.3.1	Características econômicas da empresa emissora da dívida..	81
3.3.2	Governança corporativa.....	85
3.3.3	Características da dívida.....	88
3.3.4	Síntese das hipóteses de pesquisa.....	91
3.4	OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA .	92
3.5	PROCEDIMENTO DE ANÁLISE DOS DADOS	98

4	ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS	103
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA DOS <i>COVENANTS</i> CONTÁBEIS UTILIZADOS NAS DEBÊNTURES	103
4.2	ANÁLISE DAS PENALIZAÇÕES ESPECIFICADAS NAS ESCRITURAS PARA AS VIOLAÇÕES DOS <i>COVENANTS</i> CONTÁBEIS	123
4.3	ANÁLISE DOS FATORES RELACIONADOS COM A UTILIZAÇÃO DE <i>COVENANTS</i> CONTÁBEIS	127
5	CONCLUSÃO.....	143
	REFERÊNCIAS	147

1 INTRODUÇÃO

De modo simplificado, o processo de contratação de crédito resume-se a dois momentos: (1) formalização da contratação do empréstimo; e, (2) devolução do capital emprestado, acrescido dos respectivos juros. Entre estes dois momentos, diversos problemas que comprometem o recebimento da devolução do empréstimo pelo credor podem ocorrer.

Estes problemas relacionam-se tanto aos efeitos econômicos fora do controle da empresa, tal como mudanças estruturais na indústria de atuação ou desaquecimento da economia, até o mau desempenho da gestão na condução do negócio. Além destes, o credor fica exposto ao comprometimento da gestão da empresa devedora em honrar o compromisso de devolução do capital, o que pode implicar propositalmente em atrasos ou falta de pagamentos.

Estes potenciais problemas geram um ambiente de incerteza no mercado de crédito, o que gera várias dúvidas ao credor na sua decisão de conceder ou não o empréstimo, tais como: Será que a empresa terá condições financeiras de pagar a dívida na data acordada? E se ela tiver condições financeiras, será que realmente irá cumprir o acordo de pagamento? E se, no futuro, a condição financeira da empresa piorar, como o crédito poderia ser recuperado antes de a empresa falir?

Em alguns casos, estas dúvidas podem ser resolvidas pela análise de risco da empresa. Em outros, elas podem ser de tamanha intensidade que inviabilizam o fornecimento de crédito ou tornam a taxa de juros elevada, o que prejudica o funcionamento da dinâmica do mercado de crédito (DEMERJIAN, 2014).

Neste contexto, os *covenants* (cláusulas restritivas) desempenham a importante função de reduzir os efeitos negativos da incerteza sobre a concessão de crédito. Com isto, contribuem para a otimização da negociação entre empresa e credor.

Os *covenants* consistem em cláusulas contratuais, elaboradas antes do início do empréstimo (*ex-ante*¹), e que indicam as condições que a empresa tomadora de recursos deve atender durante a vigência do

¹ Os termos *ex-ante* e *ex-post* são utilizados para se referir ao momento da contratação da dívida. O momento *ex-ante* é aquele anterior ou durante o processo de contratação do crédito. O momento *ex-post* é aquele que ocorre após a contratação da dívida, isto é, durante a vigência do contrato.

empréstimo (*ex-post*) para que o credor “continue no jogo”, isto é, para que haja continuidade do empréstimo nas suas condições normais.

Estas condições de continuidade geralmente materializam-se em indicadores de risco da empresa e são representados por métricas contábeis (*covenants* contábeis), tal como o nível de endividamento ou rentabilidade. Eles podem, ainda, materializar-se em outras proibições impostas à empresa (cláusulas não contábeis), tal como a restrição à venda de um determinado ativo.

Caso a empresa não consiga atender às condições exigidas, ocorre a violação técnica dos *covenants*. Nesta situação, o credor recebe o direito de exigir a antecipação da data de encerramento da dívida. Assim, ele pode reavaliar o panorama de risco da empresa e decidir sobre a continuidade do crédito ou por utilizar a violação técnica para forçar a renegociação dos termos da dívida e incorporar este novo panorama de risco à precificação do crédito fornecido.

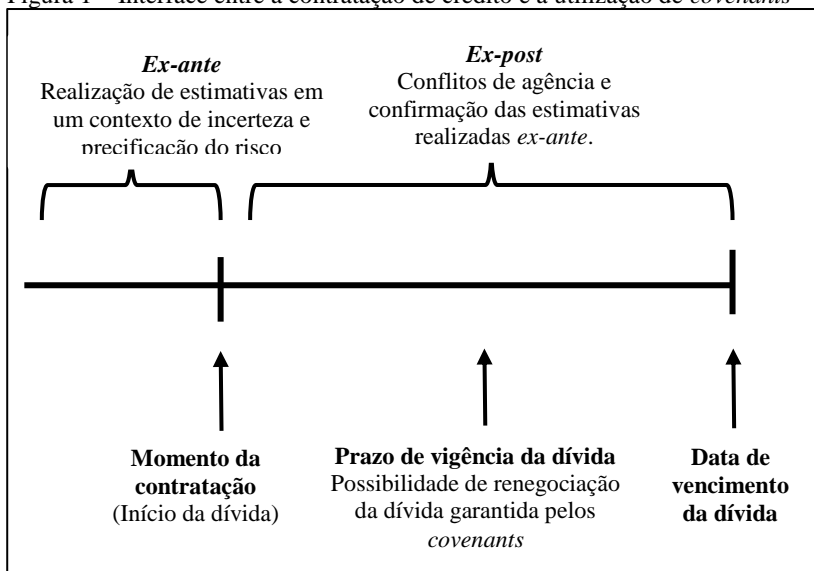
Deste modo, as cláusulas restritivas desempenham um papel fundamental na concessão de crédito, pois mitigam o efeito da incerteza tanto em relação ao comportamento do devedor quanto ao risco econômico do negócio.

Especificamente, tem-se que, em relação ao comportamento do devedor, representado pelos conflitos de agência que surgem *ex-post*, os *covenants* têm o papel de, no momento da contratação da dívida, mitigar estes potenciais conflitos. Assim, eles servem como um desincentivo à empresa agir de forma prejudicial aos credores.

Em relação ao risco econômico, o papel desempenhado pelos *covenants* é o de garantir que o credor tenha o direito de, tempestivamente, renegociar a dívida antes que as dificuldades financeiras da empresa sejam tão elevadas que a direcionem para um processo de falência, o que torna ainda mais burocrática a recuperação do crédito.

Para melhor compreensão do papel desempenhado pelas cláusulas restritivas no processo de contratação de crédito, é ilustrada, na Figura 1, a interface entre os estágios da contratação da dívida e a utilização dos *covenants*.

Figura 1 – Interface entre a contratação de crédito e a utilização de *covenants*



Fonte: Elaborada pelo autor.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A utilização de *covenants* é derivada de uma decisão do tipo custo *versus* benefício econômico (*trade-off*) entre os credores e administração da empresa devedora. Isto ocorre, pois, ao mesmo tempo em que os *covenants* adicionam valor à firma e geram maior proteção aos credores (JENSEN; MECKLING, 1976; SMITH; WARNER, 1979; BRADLEY; ROBERTS, 2015), eles podem provocar um custo de oportunidade à organização por conta de imporem restrições à flexibilidade financeira dela (NASH; NETTER; POULSEN, 2003; BILLET; KING; MAUER, 2007).

Em função disto, tanto a forma como os termos da dívida são estruturados quanto as características econômicas e administrativas da organização podem afetar a percepção de custos (restrições à flexibilidade financeira) e benefícios (proteção ao credor e redução do custo da dívida) proporcionados pela utilização de *covenants* contábeis para a empresa e para os credores.

Isto ocorre, por exemplo, nos casos em que uma empresa se encontra em estágio de forte expansão dos negócios, o que demanda maior flexibilidade financeira para novas captações de recursos (NASH;

NETTER; POULSEN, 2003; BILLET; KING; MAUER, 2007). Por outro lado, neste estágio, os credores podem demandar maior proteção da empresa, o que eleva a demanda deles por cláusulas restritivas (MYERS, 1977; BRADLEY; ROBERTS, 2015).

No entanto, a influência das características empresárias e contratuais sobre o uso de *covenants* é ambígua e relacionada ao ambiente institucional em que a dívida é contratada. Isto torna a determinação do efeito destas características uma questão de análise empírica para cada contexto institucional em que os recursos financeiros são captados.

Este argumento é evidente pela análise conjunta dos resultados empíricos existentes na literatura sobre a utilização de *covenants* contábeis (CITRON, 1995; MOIR; SUDARSANAM, 2007; INAMURA, 2009; COSTELLO, 2013; ISMAIL, 2014), a qual indica que ela é influenciada por fatores econômicos relacionados à organização, bem como características da dívida contratada. O efeito exercido por estes fatores, no entanto, varia de acordo com o país em que os empréstimos são realizados e da natureza do crédito (título de dívida² ou empréstimos/financiamentos³).

Ademais, tem-se que a utilização de *covenants* contábeis exerce um papel de aumento da transparência na relação entre gestão e credores, o que se configura como uma prática de governança corporativa nas organizações tomadoras de recursos, pois fornecem mecanismos para a minimização de conflitos entre a empresa e seus credores. Este papel fica claro pelo seu potencial de geração de benefícios aos credores, pela maior proteção aos seus direitos de crédito, bem como aos acionistas, pela adição de valor à firma.

Por outro lado, o efeito das características estruturais de governança corporativa sobre a utilização de *covenants* contábeis ainda é uma questão em aberto. Isto se justifica, pois ao mesmo tempo em que uma estrutura de governança de boa qualidade pode aumentar o comprometimento da gestão para a proteção dos credores e, assim, torna-la menos resistente à utilização de *covenants* contábeis, a governança pode atuar como um mecanismo substituto à utilização de cláusulas restritivas.

² Referem-se a debêntures, notas promissórias, *commercial papers* e outros títulos de dívida emitidos pelas empresas ao público em geral (*public debt*).

³ Referem-se aos empréstimos e financiamentos contratados junto a instituições financeiras (*private debt*).

Diante deste contexto, o problema de pesquisa que esta dissertação se propõe a analisar pauta-se na identificação da relação entre as características econômicas das empresas, de governança corporativa e dos termos da dívida sobre a utilização de *covenants* contábeis nas escrituras de debêntures.

Para nortear a análise deste problema, formula-se a seguinte questão de pesquisa: **Quais fatores determinam a utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil?**

A resposta a esta pergunta fornecerá evidências que contribuirão para a explicação de características empresariais e contratuais que são relevantes para credores e empresas na decisão de utilização de *covenants* contábeis.

1.2 OBJETIVOS

Com base no problema de pesquisa a ser investigado, formulam-se o objetivo geral e os objetivos específicos que a presente pesquisa se propõe a atingir.

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral desta pesquisa é identificar fatores determinantes da utilização de *covenants* contábeis nas debêntures negociadas no Brasil.

1.2.2 Objetivos específicos

Para a consecução do objetivo geral deste estudo, torna-se necessária a subdivisão deste item em outros de menor dimensão, tornando-o exequível. Assim, o estudo tem, especificamente, os objetivos de:

- a) Descrever as principais características dos *covenants* contábeis utilizados nas debêntures emitidas no Brasil;
- b) Relacionar a utilização de *covenants* contábeis com características econômicas das empresas;
- c) Relacionar a utilização de *covenants* contábeis com características de governança corporativa das empresas;
- d) Relacionar a utilização de *covenants* contábeis com características da dívida especificadas nas escrituras de debêntures.

1.3 JUSTIFICATIVA

As características institucionais do mercado de crédito brasileiro apresentam diferenças significativas em relação aos demais contextos institucionais em que as evidências teóricas e empíricas sobre a demanda de *covenants* foram geradas.

Primeiramente, tem-se que o Brasil possui proteção aos direitos dos credores e *enforcement* legal em níveis inferiores aos dos países nos quais as demais evidências empíricas⁴ foram geradas (LA PORTA et al., 1997; HONG; HUNG; ZHANG, 2016).

Ademais, de acordo com as classificações de La Porta et al. (1997) e Hong, Hung e Zhang (2016), o Brasil apresenta menor proteção aos credores do que os Estados Unidos da América, país em que Smith e Warner (1979) percorreram sua análise teórica sobre o papel das cláusulas restritivas na redução dos conflitos de agência entre acionistas e credores.

Em complemento, Silva (2008) constatou que a violação de *covenants* contábeis das debêntures emitidas no Brasil geralmente é resolvida por meio da renegociação da dívida e, em média, não gera alto custo às empresas. Esta evidência apresenta-se contrária à premissa tradicionalmente assumida nas análises teórico-empíricas sobre a utilização de *covenants* contratuais.

Por fim, tem-se que, recentemente, foi alterada a legislação brasileira que regulamenta a emissão de debêntures, em que foi introduzida a possibilidade de estes títulos serem negociados a um grupo restrito de investidores qualificados e previamente selecionados para a venda de debêntures. Esta alteração, ocorrida no ano de 2009 por meio da Instrução 476/09 (ICVM 476/09) editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é potencialmente influente sobre a utilização de

⁴ Especificamente, segundo classificação de Hong, Hung e Zhang (2016), o Brasil apresenta o nível mais baixo de *enforcement* legal dentre os países em que já se foram testados os fatores determinantes da utilização de *covenants* contábeis, nomeadamente Inglaterra (CITRON, 1995; MOIR; SUDARSANAM, 2007), Estados Unidos da América (COSTELLO; WITTENBERG-MOERMAN, 2011; DEMERJIAN, 2014; BRADLEY; ROBERTS, 2015), Japão (INAMURA, 2009) e França (ISMAIL, 2014).

Em relação aos direitos de credores, o Brasil fica abaixo apenas da França, de acordo com as classificações realizadas por La Porta et al. (1997) e Hong, Hung e Zhang (2016).

covenants contábeis, pois pode modificar a dinâmica de negociação da dívida entre a empresa e seus credores.

Especificamente, a partir da ICVM 476/09 as empresas podem realizar ofertas públicas de debêntures por meio de duas modalidades de distribuição: (a) distribuição a vários debenturistas dispersos (público em geral), ou; (b) distribuição a um grupo restrito de investidores qualificados. Na segunda opção, a concentração de debenturistas tende a ser maior, o que facilita o monitoramento e renegociação da dívida entre credores e empresa. Como consequência prática, estes títulos tornam-se caracteristicamente mais semelhantes ao crédito obtido junto a instituições financeiras do que aos títulos de dívida tradicionais ofertados ao público em geral.

Estas diferenças colocam em dúvida a validade dos argumentos teóricos tradicionais para predizer o comportamento dos participantes do mercado de crédito brasileiro em relação à demanda e oferta de cláusulas restritivas. Isto explicita a lacuna teórica explorada nesta pesquisa e evidencia a relevância da análise da presença de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil.

Além disto, estas características de baixa proteção ao credor (LA PORTA et al., 1997) e baixo *enforcement* legal (HONG; HUNG; ZHANG, 2016) ressaltam a relevância prática e política de se analisar a utilização de *covenants* contábeis como um mecanismo de proteção aos direitos dos credores no Brasil.

Assim, este estudo contribui com o fornecimento de evidências sobre práticas de governança corporativa incorporadas na emissão de debêntures no Brasil, em especial para a proteção dos credores e adição de valor aos acionistas.

Estes resultados podem ser de interesse de investidores e agentes reguladores, pois fornecem subsídios para a avaliação das políticas adotadas no mercado de crédito brasileiro e para a melhoria das práticas de governança corporativa adotadas pelas organizações. Assim, estes agentes podem utilizar seus poderes políticos para pressionar as organizações a mudarem a forma como estruturam estes títulos, caso haja indícios de baixa proteção aos credores.

Esta pesquisa contribui, ainda, para a consolidação dos estudos empíricos da linha de pesquisa em Contabilidade Financeira e Pesquisa em Contabilidade, do Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina, área de concentração em governança nas organizações, pois analisa a utilização de informações geradas pela contabilidade financeira para finalidades contratuais entre a empresa e seus credores.

Por fim, cabe ressaltar o aspecto multidisciplinar deste estudo, uma vez que a investigação do uso de *covenants* contábeis envolve aspectos técnicos das disciplinas de Contabilidade, Direito, Economia e Finanças. Assim, os resultados desta pesquisa podem ser úteis também aos pesquisadores e profissionais destas áreas correlatas à contabilidade.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Esta dissertação está estruturada em cinco capítulos, incluindo este capítulo introdutório. No capítulo 2 é apresentado o referencial teórico utilizado para sustentar as hipóteses testadas nesta pesquisa, bem como os conceitos fundamentais sobre o papel desempenhado pelos *covenants* contábeis nas relações contratuais entre empresa e credores.

No capítulo 3 são apresentados os procedimentos metodológicos adotados para se responder a questão de pesquisa deste trabalho, bem como o desenvolvimento das hipóteses testadas nesta pesquisa.

No capítulo 4 são apresentados os resultados obtidos pela pesquisa, os quais incluem uma apresentação descritiva dos principais *covenants* contábeis utilizados nas debêntures emitidas no Brasil, as penalizações contratuais previamente definidas para a violação técnica dos *covenants* contábeis, bem como as características empresariais e contratuais que estão relacionadas com a utilização de *covenants* contábeis nestes títulos de dívida.

Por fim, no capítulo 5 são apresentadas as conclusões obtidas por esta pesquisa e sugestões de pesquisas futuras que contribuirão para a expansão dos resultados aqui obtidos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo tem por objetivo apresentar uma revisão da literatura que fundamenta a utilização de *covenants* contábeis nos empréstimos/financiamentos e títulos de dívida. Ele se divide em três subseções, as quais são apresentadas em ordem progressiva de fundamentos teóricos e empíricos para responder à seguinte pergunta: “quais fatores podem influenciar a utilização de *covenants* contábeis em debêntures?”.

2.1 COVENANTS CONTRATUAIS

Nesta seção são apresentados os conceitos elementares sobre as cláusulas restritivas, sua operacionalização nos contratos de dívida e os fundamentos teóricos que sustentam o propósito da utilização dos *covenants* na mediação do relacionamento entre empresa e credor.

Na primeira parte desta seção são enfocados quatro aspectos conceituais, os quais buscam, respectivamente, permitir que o leitor compreenda as seguintes questões: (a) o que são cláusulas restritivas e por que elas são utilizadas nos contratos de dívida?; (b) quais as classes de *covenants* contratuais e quais as diferenças entre elas?; (c) quais os aspectos relevantes na formulação de *covenants*?; (d) o que ocorre quando a empresa não consegue atender às exigências dos *covenants*?

Posteriormente, são apresentadas as funções desempenhadas pelos *covenants* contratuais, em que é enfocada a contribuição que eles trazem para se evitar conflitos entre a empresa e seus credores.

2.1.1 Conceitos básicos

Covenants contratuais são compromissos assumidos pelo devedor (de agora em diante, nesta dissertação, o devedor será nomeadamente tratado como “empresa” ou “firma”), por meio de cláusulas em um contrato de dívida, que restringem algumas atividades específicas que ele poderia executar, ou que impõem a obrigação de o devedor executar determinadas ações (MATHER; PEIRSON, 2006; SHIVAKUMAR, 2013).

As cláusulas que têm como objetivo limitar a liberdade de ação da empresa, tal como a proibição de pagamento de dividendos durante o período do empréstimo, são denominadas *covenants* restritivos. Enquanto que aquelas que exigem a realização de um ato específico, tal como a obrigatoriedade de apresentação de demonstrações financeiras

auditadas, são denominadas *covenants* afirmativos ou cláusulas positivas (DAY; TAYLOR, 1998; BORGES, 1999; SHIVAKUMAR, 2013).

Quando a empresa não conseguir atender aos *covenants*, o credor geralmente passa a ter direito de controle sobre o empréstimo. Isto lhe assegura a possibilidade de renegociar os termos inicialmente contratados ou exigir o pagamento antecipado do empréstimo (DEMERJIAN, 2011; BAZZANA; PALMIERI, 2012).

A principal função das cláusulas restritivas é realocar o direito de controle da dívida para os credores, caso não haja perspectivas de que a empresa conseguirá saldar a dívida de acordo com os termos inicialmente contratados (GUAY, 2008). Assim, o credor, por meio da utilização de *covenants* contratuais, pode renegociar os termos da dívida caso a situação financeira da empresa apresentar-se de qualidade inferior àquela previamente acordada, ou, ainda, caso a gestão da empresa execute alguma atividade formalmente proibida pelos *covenants* restritivos.

Este papel desempenhado pelos *covenants* é de fundamental importância na contratação da dívida, pois, tal como destacado por Guay (2008), o monitoramento da situação econômica da firma pode ser realizado por meio das demonstrações financeiras, porém apenas os *covenants* geram o direito de os credores exigirem imediatamente o reembolso do capital fornecido, em caso de a empresa aproximar-se de uma situação de dificuldades financeiras.

Na prática, os *covenants* representam uma garantia adicional aos credores, em complemento às garantias comumente solicitadas nas contratações de dívida (alienação de ativos, por exemplo). Assim, quando a empresa falhar em cumprir os termos fixados nas cláusulas restritivas, os credores têm assegurado o direito de renegociar os termos da dívida anteriormente contratada, podendo, inclusive, exigir a antecipação total ou parcial do seu pagamento. Estas situações, quando ocorrem, são denominadas de violações técnicas (*technical default*) (SILVA, 2008).

Os *covenants* contratuais se dividem primordialmente em duas categorias: *covenants* contábeis (financeiros) e *covenants* não contábeis (não financeiros) (RAMSAY; SIDHU, 1998).

Covenants não contábeis são aqueles que não são baseados em dados contábeis (SILVA, 2008). Eles abrangem uma variedade de atividades operacionais e administrativas da organização, e podem impor restrições sobre os seguintes aspectos: (a) decisões de investimento e produção; (b) financiamento e política de dividendos; (c)

alterações na política de amortização de dívidas; (d) obrigatoriedade de prestação de informações que permitam o monitoramento da dívida (*specific bonding activities*); (e) estrutura de propriedade e controle; (f) estrutura do grupo econômico e transações com partes relacionadas (RAMSAY; SIDHU, 1998).

Os *covenants* não contábeis subdividem-se em duas categorias: (a) afirmativos; e, (b) negativos. Os negativos compreendem atividades que a empresa tomadora de recursos fica proibida de executar durante a vigência da dívida. O objetivo destes *covenants* é evitar mudanças significativas nos negócios da empresa que colocariam em risco o direito do credor (DAY; TAYLOR, 1998). São exemplos deste tipo de *covenants* a proibição de alienação de subsidiárias (DAY; TAYLOR, 1998) ou a proibição de contratação de dívida com prioridade de pagamento superior à dívida que está sendo contratada (RAMSAY; SIDHU, 1998).

Os *covenants* afirmativos, por outro lado, exigem que a empresa execute determinadas atividades específicas. O objetivo destas cláusulas é fornecer segurança aos credores, por meio do comprometimento da empresa devedora em desenvolver algumas atividades específicas que reduzam o risco do empréstimo. Como exemplo deste tipo de *covenant*, tem-se a exigência de publicação de informações financeiras auditadas (DAY; TAYLOR, 1998).

Em complemento ao grupo de *covenants* não contábeis, existem os *covenants* contábeis (ou financeiros). Pertencem a este grupo as cláusulas que são baseadas em dados contábeis, tanto quando são formulados em valores absolutos quanto por meio da utilização de índices financeiros (DAY; TAYLOR, 1998; MATHER; PEIRSON, 2006; BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Especificamente, os *covenants* contábeis consistem em determinados limites financeiros, nos quais o credor requer que a empresa se enquadre durante a vigência do empréstimo. Eles geralmente estabelecem valores mínimos ou máximos que a empresa deve manter em uma métrica contábil específica ou saldo de um indicador previamente especificado. Como exemplos destas cláusulas, têm-se: (a) exigência de a empresa manter um nível mínimo de liquidez corrente; ou (b) restrição a um nível máximo de endividamento; ou (c) manutenção de um nível mínimo de cobertura de juros (MATHER; PEIRSON, 2006).

Destaca-se, no entanto, que não há consenso sobre a classificação de alguns *covenants* entre estas duas categorias (contábeis e não contábeis). Frost e Bernard (1989) e Ramsay e Sidhu (1998), por

exemplo, divergem em relação à classificação dos *covenants* relacionados a restrições ao pagamento de dividendos, venda de ativos, contratação de novas dívidas e redução do capital social. Frost e Bernard (1989) classificam estas cláusulas como contábeis, enquanto Ramsay e Sidhu (1998) as tratam como não contábeis.

Os *covenants* contábeis desempenham um importante papel na contratação de dívida, pois contribuem para o monitoramento da situação financeira (liquidez e endividamento) ou econômica da empresa. Além disto, facilitam a recuperação do crédito, por parte do credor, em caso de a empresa situar-se em dificuldades financeiras que possam comprometer a sua capacidade de liquidar o compromisso de empréstimo (BEIRUTH, 2015).

Caso a empresa não consiga manter-se enquadrada nos limites fixados pelos *covenants* contábeis, ocorre a violação técnica no empréstimo. Isto implica em a empresa suportar as penalizações previamente acordadas no contrato, as quais podem incluir a liquidação imediata do empréstimo ou a renegociação dos termos da dívida a partir de novas condições propostas pelo credor (DEMERJIAN, 2011; BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Assim, o objetivo dos *covenants* contábeis é controlar determinados aspectos financeiros da empresa representativos do seu risco, os quais podem ser aproximados por meio de indicadores financeiros, tal como o seu nível de endividamento, desempenho econômico ou posição financeira (DAY; TAYLOR, 1998; CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012; DEMERJIAN, 2014).

A partir do monitoramento destes aspectos financeiros, o credor pode controlar a probabilidade de perda do crédito que forneceu à empresa. Isto é realizado por meio da possibilidade de o credor exercer seu direito de liquidação antecipada da dívida em caso de a empresa situar-se em um estado financeiro que ofereça maior risco de não pagamento da dívida. Assim, o credor pode tempestivamente adotar uma estratégia de recuperação do crédito antes mesmo que a empresa entre em processo de recuperação judicial ou falência (BEIRUTH, 2015).

Adicionalmente à classificação das cláusulas em contábeis e não contábeis, Demerjian (2011) e Christensen e Nikolaev (2012) sugerem uma subclassificação aos *covenants* de natureza contábil em duas classes: (a) *covenants* contábeis baseados no desempenho, e; (b) *covenants* contábeis baseados na estrutura patrimonial.

Covenants contábeis baseados no desempenho (*performance covenants*) são aqueles que utilizam dados provenientes da Demonstração do Resultado (DRE) ou da Demonstração dos Fluxos de

Caixa (DFC) (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012). Esta categoria inclui, também, métricas compostas pelo somatório de diversas rubricas das demonstrações de desempenho (DRE e DFC), tal como é o caso do Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA) (DEMERJIAN, 2011; CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Pertencem também a esta classe as métricas contábeis que relacionam rubricas do Balanço Patrimonial (BP) com rubricas das demonstrações de desempenho, tal como o giro do ativo (Receita Líquida / Ativo Total) ou a relação Dívida Total dividido por EBITDA (DEMERJIAN, 2011; CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Covenants contábeis baseados na estrutura patrimonial (*capital covenants*) são aqueles formulados apenas com dados contábeis provenientes do Balanço Patrimonial da empresa. Esta subclasse inclui índices de endividamento, liquidez e de estrutura de investimentos. Os indicadores formulados com base na integração de rubricas do Balanço Patrimonial com outras demonstrações de desempenho não fazem parte desta classe (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Em linha com estas duas classes de *covenants* contábeis sugeridas por Demerjian (2011) e Christensen e Nikolaev (2012), tem-se que cada demonstração financeira (BP, DRE ou DFC) apresenta informações de diferentes naturezas para os credores. A DRE reflete informações úteis para se mensurar a geração de caixa da empresa, o que possibilita aos credores a avaliação da capacidade de pagamento das dívidas pela firma (KOTHARI; RAMANNA; SKINNER, 2010). O Balanço Patrimonial, por outro lado, apresenta informações sobre o valor dos ativos e passivos da organização, o que o torna útil para os credores estimarem o valor mínimo possível de ser recuperado em caso de uma liquidação ordenada da empresa (WATTS, 2003; DEMERJIAN, 2011).

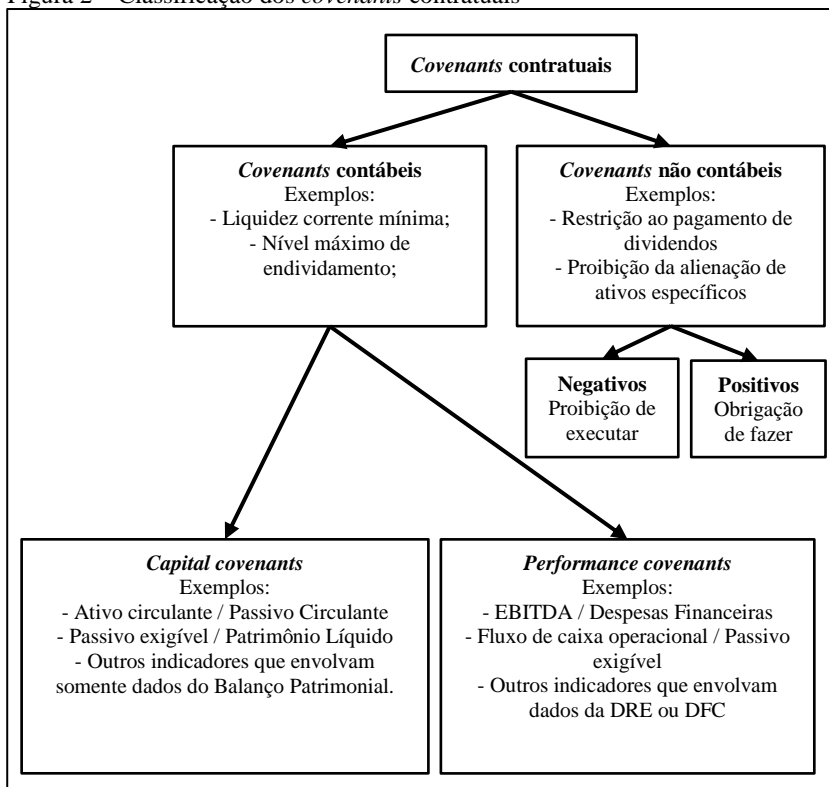
Consequentemente, Christensen e Nikolaev (2012) e Demerjian (2014) argumentam que cada classe de *covenants* desempenha um papel específico na contratação de dívida, em relação ao controle dos problemas que podem ocorrer no relacionamento entre acionistas e credores.

Capital covenants são utilizados para se alinhar os interesses de acionistas e credores, pois exigem a manutenção de um volume mínimo de recursos próprios investidos pelos acionistas dentro da empresa para fazer frente às dívidas com terceiros. Com isto, uma maior parcela da riqueza dos acionistas é vinculada ao risco da organização, o que gera um incentivo aos acionistas monitorarem as ações executadas pelos gestores da empresa (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Performance covenants, por outro lado, atuam como um “gatilho” para a renegociação da dívida em caso de deterioração da situação econômica da firma. Neste sentido, os *performance covenants* mitigam os problemas de agência que poderiam ocorrer a partir do momento em que a empresa entra em um estado mais avançado de dificuldades financeiras, pois eles garantem tempestivamente a transferência de controle sobre a dívida para os credores. Assim, os *performance covenants* reduzem a probabilidade de os acionistas (representados pelos gestores) expropriarem recursos dos credores à medida que a empresa entrar em dificuldades financeiras mais severas (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Adicionalmente, os *performance covenants* desempenham a função de mitigar o risco relacionado à incerteza quanto ao desempenho futuro da empresa. Assim, eles atuam como um dispositivo facilitador da renegociação dos termos do contrato de dívida, em caso de o desempenho futuro da empresa situar-se abaixo daquele inicialmente aceitável pelo credor. Esta deterioração do desempenho da empresa faz com que o empréstimo, no contexto atual de desempenho da empresa, torne-se um investimento de risco maior do que aquele inicialmente contratado (DEMERJIAN, 2014). Esta função é desenvolvida com mais profundidade na seção 2.1.2.2.

Na Figura 2 é ilustrada, de forma sintética, a classificação e subclassificações dos *covenants* contratuais.

Figura 2 – Classificação dos *covenants* contratuais

Fonte: Elaborada pelo autor.

Por fim, ressalta-se que o uso de um tipo de *covenant* não é mutuamente exclusivo ao uso dos demais. Isto implica que mais de uma cláusula pode ser utilizada para um mesmo empréstimo (DAY; TAYLOR, 1998). Esta constatação é corroborada por Christensen e Nikolaev (2012), os quais constataram que geralmente são utilizados cláusulas restritivas não contábeis em combinação com os *performance covenants*, enquanto o mesmo não tende a ocorrer com os *capital covenants*.

Para que os *covenants* formulados sejam eficientes⁵ no controle do risco da empresa, a seleção dos indicadores para comporem o pacote de *covenants* contábeis, bem como os limites mínimos e máximos aceitos para estes indicadores deve ser feita com cautela. Neste sentido, deve-se evitar que o pacote seja muito folgado ou muito restritivo, o que faz com que a probabilidade de violação dos *covenants* seja, respectivamente, muito baixa ou muito alta (GUAY, 2008).

A utilização de cláusulas muito folgadas tende a não refletir adequadamente as mudanças de risco do devedor, o que não as torna efetivas para controlar a situação econômica e financeira da empresa. Por outro lado, *covenants* muito rígidos tendem a ser violados mesmo em casos em que o risco não é significativo.

Esta má especificação das cláusulas gera custos adicionais à negociação, seja pela maior exposição do credor ao risco, no caso de serem muito folgadas, ou pela renegociação desnecessária provocada pela utilização de cláusulas excessivamente rígidas (MATHER; PEIRSON, 2006).

Ademais, *covenants* muito restritivos podem gerar custo de oportunidade à empresa, pois podem inviabilizar a realização de investimentos lucrativos (DAY; TAYLOR, 1998) ou se tornar um incentivo à gestão realizar escolhas contábeis⁶ com o intuito de evitar a violação técnica (BEIRUTH, 2015). Assim, para os *covenants* contábeis serem efetivos, eles não devem ser elaborados com um grau de liberdade suficientemente alto que permita que suas métricas sejam facilmente manipuladas pela gestão da empresa devedora (TIROLE, 2005).

Neste sentido, uma alternativa possível de ser adotada para a minimização do risco de realização de escolhas contábeis para se evitar a violação técnica dos *covenants* contábeis é a formulação de cláusulas que especifiquem previamente os métodos contábeis permitidos para o

⁵ Adota-se aqui o entendimento de que *covenants* ineficientes são aqueles que são violados muito facilmente ou que são violados somente em casos raros (GUAY, 2008).

⁶ Adota-se aqui a definição de Fields, Lys e Vicent (2001) para escolhas contábeis, a qual abrange qualquer alteração nos procedimentos contábeis com o objetivo de influenciar o uso da informação gerada pela contabilidade, desde que permitida pelas normas de contabilidade. Dentre as alternativas abrangidas neste conceito e que podem afetar os *covenants* contábeis constam a mudança de políticas de avaliação de ativos, mudanças de estimativas contábeis, mudanças de classificação contábeis, escolha do momento de adoção de novas normas contábeis, bem como alterações na política operacional da empresa.

cálculo das métricas utilizadas como base para os *covenants* contábeis (MOHRMAN, 1996).

No entanto, Beatty, Ramesh e Weber (2002) constataram que os devedores estão dispostos a pagar um prêmio na negociação do contrato da dívida para manter a sua flexibilidade de escolha dos métodos contábeis. Especificamente, Beatty, Ramesh e Weber (2002) identificaram indícios de que os devedores estão dispostos a pagar uma taxa de juros mais alta como forma de compensar os credores pela manutenção do controle da flexibilidade contábil.

Depreende-se, portanto, que o pacote de *covenants* contábeis desejável de se formular em um contrato de dívida é aquele que capte precisamente as variações no risco do crédito do devedor, sem que se torne um incentivo exagerado à realização de escolhas contábeis para se evitar a sua violação técnica, ou, ainda, que prejudique as condições normais de investimento da empresa.

Quando a empresa não consegue atender às exigências contidas em ao menos um dos *covenants* contratuais (quebra de *covenant*), ocorre a violação técnica (*technical default*) da dívida. A violação técnica não é equivalente ao conceito de insolvência (*debt service default*), pois, este último, ocorre quando a empresa não tem condições de cumprir com os pagamentos aos credores nas datas previamente acordadas (MATHER, 1999; TAYLOR, 2013).

A partir da violação técnica, os credores passam a ter o direito de exigir a liquidação imediata da dívida pela empresa devedora. No entanto, esta é uma situação extrema e que raramente ocorre na prática (CHEN; WEI, 1993; GOPALAKRISHNAN; PARKASH, 1995; SILVA, 2008; NINI; SMITH; SUFI, 2012).

Geralmente, o mais comum de ocorrer, nos casos de violação, são os credores, ao invés de exigirem a liquidação imediata da dívida, imporem a renegociação dos termos iniciais. Nesta renegociação, tem-se frequentemente como consequência o aumento do custo da dívida, imposição de novas reivindicações, adição de novos *covenants* ou a adoção de *covenants* mais rígidos (TIROLE, 2005; SILVA, 2008; NINI; SMITH; SUFI, 2012; TAYLOR, 2013).

Silva (2008) complementa que as seguintes alternativas podem ser adotadas pelos credores quando uma empresa viola uma cláusula restritiva: (a) liquidar antecipadamente a dívida; (b) elevar a taxa de juros da dívida; (c) exigir garantias adicionais; (d) impor restrições a novos empréstimos; (e) impor *covenants* adicionais; (f) suspender o pagamento de outras dívidas; ou (g) cobrar taxas para reformular a dívida.

Eventualmente, ainda, os credores podem conceder o perdão (*waiver*) da violação técnica, o qual pode ser de caráter temporário ou permanente (CHEN; WEI, 1993; SILVA, 2008). O perdão temporário consiste na concessão de um breve período de tempo para a empresa regularizar a situação da cláusula violada. O perdão permanente consiste na não imposição de penalidades àquela violação específica e, portanto, sem a necessidade de a empresa regularizar o *covenant* violado (SILVA, 2008).

Destaca-se, no entanto, que, embora o credor possa perdoar a violação técnica, esta violação frequentemente é utilizada de forma estratégica na renegociação dos termos da dívida. Isto se explica por conta de a violação técnica aumentar o poder de barganha do credor para a imposição de condições menos favoráveis à empresa na renegociação da dívida (SMITH, 1993; NINI; SMITH; SUFI, 2012; BEIRUTH, 2015).

Ademais, evidências empíricas indicam que a violação técnica não está necessariamente relacionada a dificuldades financeiras sérias da empresa no momento da violação (DICHEV; SKINNER, 2002). No entanto, em muitos casos a violação está relacionada a dificuldades financeiras que a empresa pode enfrentar no futuro (BENEISH; PRESS, 1995).

Assim, de um modo geral, a violação técnica é um evento importante para a proteção dos direitos dos credores, pois funciona como uma sinalização tempestiva para o credor sobre o aumento da probabilidade de dificuldades financeiras futuras da firma (BENEISH; PRESS, 1995). Com isto, a violação permite ao credor agir de forma tempestiva para proteger o seu capital.

Neste sentido, a partir da existência da violação técnica, o credor avalia detalhadamente a situação da empresa e apresenta uma decisão específica dentre as alternativas possíveis (amortização, perdão ou renegociação) (DICHEV; SKINNER, 2002).

Por fim, destaca-se que a violação técnica sempre gera custos à empresa, mesmo nos casos em que ocorre a concessão do perdão à cláusula violada. Isto ocorre porque a renegociação da dívida implica na cobrança de taxas e comissões para a reelaboração dos instrumentos contratuais (SILVA, 2008).

Em relação especificamente às debêntures emitidas no Brasil, Silva (2008) constatou evidências que sugerem que a violação técnica não é altamente custosa para as empresas. A principal ação tomada pelos debenturistas dos títulos nacionais é a concessão do perdão, porém com

a imposição de novas exigências de *covenants* contábeis para garantir a continuidade do monitoramento da situação financeira da empresa.

A próxima seção apresenta as duas funções desempenhadas pelas cláusulas restritivas nas relações entre empresa e credor. Estas funções consistem na minimização de conflitos de agência entre acionistas e credores, e na minimização dos potenciais problemas gerados pela incerteza quanto ao desempenho futuro da empresa. Com estas duas funções, as quais se materializam em um mecanismo de governança corporativa no relacionamento entre a empresa e seus credores, os *covenants* geram benefícios à firma, credores e acionistas.

2.1.2 Funções desempenhadas pelos *covenants*

Os *covenants* desempenham um importante papel na governança corporativa das organizações, pois contribuem para o alinhamento de expectativas entre a empresa e seus credores em relação a situações contingenciais futuras. Com isto, minimizam os conflitos gerados por estas situações. Consequentemente, são gerados benefícios tanto aos credores e acionistas, quanto à própria organização.

Especificamente, as funções desempenhadas pelos *covenants* consistem na redução de dois tipos de problemas relacionados à contração de empréstimos: (a) conflitos de agência; e, (b) incerteza quanto ao desempenho econômico futuro da empresa.

Os conflitos de agência ocorrem quando, após a contratação da dívida, o devedor executa, intencionalmente, ações prejudiciais aos direitos dos credores, tal como atividades que transfiram o capital dos credores para os acionistas. Estas ações elevam o risco da empresa e comprometem a recuperação do investimento realizado pelo credor.

A incerteza quanto ao desempenho econômico futuro ocorre em função da dificuldade de se estimar o risco futuro da empresa, no momento da contratação da dívida. Assim, o risco estimado pelo credor, no momento da contratação da dívida, pode ser inferior ao risco da empresa observado ao longo da vigência do empréstimo. Esta situação pode ter como consequência a percepção de uma sub-remuneração ao capital fornecido pelo credor, o que pode fomentar conflitos entre a gestão da empresa e o credor.

Neste contexto, a função de agência dos *covenants* é evitar que os gestores executem atividades que comprometam os direitos de crédito do credor. Caso isto ocorra, o credor tem o direito de encerrar o contrato.

A função de redução do efeito da incerteza futura consiste na existência de uma garantia legal de se renegociar os termos da dívida, caso o risco da empresa apresente-se superior àquele estimado no início do empréstimo.

Estas duas funções desempenhadas pelos *covenants* são complementares e não substitutivas. A diferença entre elas é de que os conflitos de agência são um problema de má conduta moral do agente, isto é, o gestor pode desviar indevidamente recursos dos credores para os acionistas após a contratação do crédito.

A incerteza quanto ao desempenho futuro, por outro lado, ocorre mesmo que o agente atue de boa fé na condução dos negócios, pois o mau desempenho futuro da empresa pode ocorrer por diversos motivos que não estão sob o controle do gestor.

Neste contexto, os *covenants* são utilizados para se reduzir o efeito negativo que estes dois problemas podem ter sobre o risco *ex-post* do empréstimo. Especificamente, eles funcionam como um acordo realizado no momento da contratação da dívida e que define como serão resolvidas estas potenciais situações problemáticas no futuro.

A partir destes dois papéis, eles garantem maior proteção aos direitos dos credores contra eventuais problemas que possam ocorrer durante a vigência da dívida. Por conta disto, os *covenants* materializam-se como um mecanismo de governança corporativa, pois reduzem os conflitos entre os credores e a empresa.

As subseções 2.1.2.1 e 2.1.2.2 apresentam com profundidade os aspectos teóricos que envolvem as duas funções desempenhadas pelos *covenants* contábeis e que fundamentam a análise empírica desta pesquisa. Por fim, a subseção 2.1.2.3 faz uma análise do papel dos *covenants* sob a ótica da governança corporativa.

2.1.2.1 Teoria da agência, custos de agência da dívida e papel dos *covenants*

Os problemas de agência ocorrem quando, em uma relação de agência, há conflitos de interesses entre as pessoas, ou grupos de pessoas, que executam um trabalho cooperativo (JENSEN; MECKLING, 1976; EISENHARDT, 1989).

Uma relação de agência é definida como uma relação contratual, formal ou informal, em que uma ou mais pessoas, que detém o poder de decisão sobre a execução de uma atividade ou gestão de um ativo, delegam a outra pessoa este poder (JENSEN; MECKLING, 1976; EISENHARDT, 1989).

A premissa envolvida neste relacionamento é de que a pessoa contratada (agente) executará a atividade que lhe foi atribuída da forma que maximize a utilidade da pessoa que lhe contratou (principal) (JENSEN; MECKLING, 1976; EISENHARDT, 1989).

No entanto, por conta de tanto o agente quanto o principal buscarem a maximização das suas utilidades pessoais, podem ocorrer, ao longo do desenvolvimento das atividades pelas quais o agente foi contratado, situações em que a maximização da utilidade do agente implique na redução da utilidade do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Estas situações geram conflitos de interesses neste relacionamento e dão origem aos problemas gerais de agência, pois o agente pode decidir atuar em seu benefício próprio ao invés de agir em benefício do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Como consequência, estes potenciais problemas de agência implicam em custos, os quais podem ser decorrentes de três categorias, as quais são: (a) atividades de monitoramento realizadas pelo principal para controlar a conduta do agente; (b) despesas que o agente incorre para sinalizar confiabilidade ao principal de que atuará de acordo com os interesses contratados; e, (c) custos das perdas ocorridas na relação, decorrentes do desvio de comportamento do agente durante a execução de sua função (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para mitigar estas divergências entre o interesse do principal e a conduta do agente, o principal tem como alternativa o oferecimento de incentivos ao agente para conduzir as atividades dele a um objetivo desejado e a execução de monitoramento sobre as atividades do agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

O monitoramento refere-se tanto à atividade de observação direta, pelo principal, das atividades que são desempenhadas pelo agente, quanto às restrições que o principal impõe sobre a conduta do agente (JENSEN; MECKLING, 1976). No contexto do capital de terceiros, os *covenants* contratuais são compreendidos como uma atividade de monitoramento exercida pelos credores sobre a atividade dos gestores da organização.

Ao se analisar a relação entre acionistas e credores sob a ótica da Teoria da Agência, tem-se que, quando recursos de terceiros são utilizados para financiar as atividades da empresa, surge um potencial problema de agência entre acionistas e credores.

Isto ocorre, pois os acionistas (representados pelos gestores) podem sentir-se incentivados a adotar políticas administrativas que maximizem o valor dos seus direitos residuais, mas que são prejudiciais

aos direitos dos credores (BLACK; SCHOLES, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977; SHIVAKUMAR, 2013).

Como exemplo extremo desta situação, Black e Scholes (1973) citam o caso de a firma adotar uma política de dividendos que transfira totalmente o valor dos seus ativos para os acionistas. Isto deixaria os credores sem conseguir recuperar os recursos fornecidos, quando da liquidação da companhia. Esta estratégia de transferência de riqueza pode ser materializada por meio de uma política de pagamento de dividendos excessivos, por exemplo.

Outro exemplo ocorre quando, após a contratação do crédito, a gestão altera a política de investimentos da firma de modo a investir em projetos de maior risco. Como consequência, os acionistas retêm a maior proporção dos ganhos dos investimentos de alto risco, em caso de sucesso. Porém, em caso de fracasso destes investimentos, os credores suportam a maior parte dos custos das perdas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os problemas de agência do capital de terceiros (problemas de agência da dívida) são predominantes e intensificados nas situações em que a empresa está em dificuldades financeiras, pois há maior incerteza quanto aos fluxos de caixa futuros da empresa. Nestes casos, os acionistas tendem a se sentir mais propensos a expropriar riqueza dos credores, de modo a aumentar o valor residual da firma e reduzir o dos credores (JENSEN; MECKLING, 1976; BODIE; TAGGART, 1978; NASH; NETTER; POULSEN, 2003; BRADLEY; ROBERTS, 2015).

O problema geral destas situações é que elas aumentam, após a contratação da dívida, o risco suportado pelo credor. Assim, supondo a ausência de *covenants* alinhados a estes problemas, o credor não tem a habilidade de reajustar as suas condições do empréstimo já contratado. Desta forma, os *covenants* atuam como um mecanismo para controlar que estas situações de elevação de risco não ocorram ou que seus efeitos não sejam suportados pelos credores.

Especificamente, Smith e Warner (1979) citam as quatro principais fontes de conflitos entre acionistas e credores, em que os acionistas podem desviar riqueza dos credores para si próprios por meio de: (a) subinvestimentos (MYERS, 1977; SMITH; WARNER, 1979); (b) pagamento de dividendos excessivos (SMITH; WARNER, 1979; AHMED et al., 2002); (c) diluição da preferência de pagamento⁷

⁷ Diluição da preferência de pagamento (*claim dilution*) ocorre quando a empresa emite ou contrata novas dívidas e oferece prioridade de resgate, em

(SMITH; WARNER, 1979); e, substituição de investimentos (*risk-shifting problem* ou *asset substitution*) (JENSEN; MECKLING, 1976; SMITH; WARNER, 1979).

O problema do subinvestimento ocorre quando a gestão da empresa situa-se diante de alternativas de investimento com valor presente líquido positivo, porém que não ofereçam o retorno residual pretendido pelos acionistas. Nestes casos, o retorno dos investimentos aumentaria o valor da firma, porém, devido a ele situar-se abaixo do retorno mínimo pretendido pelos acionistas, uma porção substancial do benefício destes investimentos seria destinada ao pagamento dos credores. Assim, o incentivo da gestão em executar tais investimentos é reduzido e tais projetos tendem a ser rejeitados, mesmo que apresentem valor presente líquido positivo (MYERS, 1977).

Este problema é agravado nos casos em que a empresa apresenta altos níveis de endividamento e oportunidades de crescimento. Como consequência, tem-se a redução do valor da firma devido à rejeição de projetos que maximizariam o valor dela (MYERS, 1977).

A diluição da preferência de pagamento ocorre quando, após a contratação da dívida, a gestão emite ou contrata novas dívidas com prioridade de liquidação igual ou superior às dívidas iniciais. Esta nova dívida altera o risco da dívida inicialmente contratada, o que reduz o valor dos direitos dos credores devido à impossibilidade deles reajustarem os termos do crédito inicialmente contratado ao novo panorama de risco gerado pela nova preferência de pagamentos (SMITH; WARNER, 1979; NASH; NETTER; POULSEN, 2003).

O pagamento de dividendos excessivos ocorre quando a firma altera a sua política de dividendos, após a contratação da dívida, de modo a aumentar o volume de recursos distribuídos aos acionistas (SMITH; WARNER, 1979). Como consequência, os gestores podem transferir riqueza dos credores para os acionistas, o que reduz a probabilidade de os credores recuperarem seus empréstimos, em caso de falência da firma (AHMED et al., 2002).

O problema da substituição de investimentos, por sua vez, ocorre quando, após a contratação da dívida, a gestão altera os investimentos a

caso de falência, superior às dívidas iniciais. Nestes casos, o credor inicial tende a suportar custos residuais superiores do que os novos credores, pois o pagamento de seus direitos ocorrerá após a liquidação dos direitos dos novos credores (SMITH; WARNER, 1979).

serem realizados com o crédito captado e passa a priorizar os investimentos de maior risco (SMITH; WARNER, 1979).

Esta atitude pode favorecer os acionistas, pois, em caso de sucesso dos investimentos mais arriscados, eles recebem a maior parte dos benefícios dos investimentos; porém, estes novos investimentos aumentam a probabilidade de os credores incorrerem em custos de falência, devido ao maior risco dos empréstimos (JENSEN; MECKLING, 1976). Como consequência, o risco suportado pelos credores aumenta, mas os termos do crédito foram contratados sob o panorama inicial de risco, o qual era menor devido aos investimentos serem menos arriscados.

Estes potenciais conflitos entre acionistas e credores tendem, no entanto, a ser percebidos e precificados pelos agentes do mercado financeiro, o que implica, teoricamente, na cobrança de um prêmio pelo maior risco a que os credores estão expostos ao financiar as atividades da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977; SMITH; WARNER, 1979; JIRAPORN et al., 2013; BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Evidências empíricas confirmam estas predições teóricas e indicam que estes potenciais problemas de agência entre acionistas e credores são precificados no momento da concessão de crédito, o que implica no denominado custo de agência da dívida, e elevam o custo da captação de recursos. Estas evidências foram constatadas tanto por pesquisas realizadas em contexto internacional, tal como em Byun (2007), Lin et al. (2011), Shuto e Kitagawa (2011) e Jiraporn et al. (2013), quanto por pesquisas desenvolvidas no ambiente institucional brasileiro, tal como em Konraht, Camargo e Vicente (2016).

Como alternativa para se mitigar estes potenciais problemas de agência, os contratos de dívida podem incluir *covenants* para reduzir, *ex-post*, a ação oportunista dos gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; SMITH; WARNER, 1979; JIRAPORN et al., 2013; TAYLOR, 2013).

Como efeito, as cláusulas restritivas contribuem para um melhor alinhamento dos interesses dos gestores com os dos credores, bem como reduzem os custos de agência da dívida. Isto tende a se refletir em aumento do valor da firma por conta, dentre outros fatores, da redução, *ex-ante*, do custo da captação de recursos de terceiros (SMITH; WARNER, 1979; BRADLEY; ROBERTS, 2015; ZHANG; ZHOU, 2015).

Neste sentido, evidências empíricas indicam que os credores precificam favoravelmente os títulos de dívida que apresentam

covenants contratuais, tal como apresentado em Bradley e Roberts (2015) e Zhang e Zhou (2015).

Bradley e Roberts (2015) constataram que o custo da dívida dos empréstimos com *covenants* contratuais são significativamente menores do que o custo de empréstimos sem estas cláusulas. Zhang e Zhou (2015), por outro lado, constataram que os *covenants* reduzem o custo de empréstimo decorrente de problemas de agência, isto é: reduzem o custo de agência da dívida, o que reflete em uma menor taxa de juros. Estes resultados de Zhang e Zhou (2015) ocorrem principalmente para empresas sujeitas a maiores níveis de conflitos de agência.

O papel dos *covenants* na relação entre acionistas e credores é limitar a discricionariedade das decisões dos gestores em relação às políticas de investimento e financiamento que potencialmente podem ser prejudiciais à riqueza dos credores. Assim, eles podem limitar, por exemplo, a distribuição excessiva de dividendos, a contratação de dívidas adicionais ou a venda de ativos. Isto reduz a ocorrência dos principais problemas de agência entre credores e acionistas que ocorrem após a contratação do crédito (SMITH; WARNER, 1979; NIKOLAEV, 2010; TAYLOR, 2013).

Devido à ampla variedade de conflitos que podem ocorrer na relação entre a empresa e os credores, a proteção a estes problemas é feita tanto por meio do uso de *covenants* contábeis quanto de *covenants* não contábeis. Os *covenants* contábeis, tal como os baseados na estrutura de endividamento e na estrutura de ativos tangíveis, podem atender a esta finalidade ao exigir, respectivamente, a manutenção de um nível mínimo de capital investido pelos acionistas (o que reduz o pagamento de dividendos excessivos) e exigir que a gestão mantenha um nível mínimo de investimento em ativos tangíveis (o que reduz a substituição de investimentos).

Além dos *covenants* contábeis, cláusulas não contábeis podem ser requeridas para esta mesma finalidade, tal como a imposição de restrições à venda de ativos (o que evita a substituição de investimentos) ou restrições ao pagamento de dividendos (o que evita o pagamento de dividendos excessivos) (DAY; TAYLOR, 1998).

No tocante aos *covenants* contábeis, Christensen e Nikolaev (2012) defendem que os *capital covenants* são mais efetivos para a finalidade de controle dos problemas de agência entre empresa e credores. Isto se justifica, pois os *capital covenants* são formulados com base em métricas de endividamento da empresa ou valor mínimo de ativos tangíveis e patrimônio líquido.

Por conta disto, estas cláusulas exigem que os acionistas mantenham um nível mínimo de investimento na empresa, o que faz com que seus investimentos sejam mais sensíveis às ações executadas pelos gestores. Assim, os *capital covenants* promovem o alinhamento de interesses entre acionistas e credores, uma vez que incentivam os acionistas a monitorarem as ações executadas pelos gestores e que podem afetar o risco da empresa (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Com isto, os principais problemas de agência do capital de terceiros (substituição de investimentos, pagamento de dividendos excessivos, subinvestimento e diluição da preferência de pagamento) são mitigados pelo uso de *capital covenants*. Isto se justifica, pois a exigência requerida por eles, de manutenção de um nível mínimo de investimento pelos acionistas, faz com que o custo destes problemas seja suportado com maior intensidade pelos acionistas. Isto gera um desincentivo aos acionistas apoiarem os gestores a promoverem tais atividades oportunistas (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Destaca-se, no entanto, que é impossível aos credores formularem cláusulas contratuais que abranjam todas as situações contingenciais de conflitos de agência. Isto se justifica pela elevada diversidade de problemas possíveis, pelo elevado custo que a elaboração de contratos altamente sofisticados teria e, ainda, pela dificuldade de observação de determinadas ações executadas pelo agente (JENSEN; MECKLING, 1976; SMITH; WARNER, 1979; JIRAPORN et al., 2013).

Em uma perspectiva complementar, há razões, também, para que os acionistas sintam-se incentivados à inclusão de *covenants* nos contratos de dívida. Este fenômeno é explicado por ao menos duas situações: (a) os custos de monitoramento e proteção exigidos pelos credores (custos de agência da dívida) são suportados pelos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977; SMITH; WARNER, 1979); ou, (b) os potenciais problemas de agência podem ser tão elevados que os credores não aceitem fornecer crédito à organização sem a utilização de *covenants* para lhes fornecer proteção adicional (MOIR; SUDARSANAM, 2007; ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010).

Assim, os acionistas podem se sentir incentivados a aceitar as cláusulas restritivas solicitadas pelos credores para reduzir o custo de captação de recursos ou para melhorar as demais condições da dívida (prazo, montante etc.). Isto tende a aumentar o valor da firma devido à redução do prêmio pago *ex-ante* pelo risco *ex-post* de expropriação de riqueza dos credores (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977; SMITH; WARNER, 1979).

No entanto, as restrições à flexibilidade financeira da firma, geradas pelos *covenants* contratuais, podem gerar custo de oportunidade à empresa. Por conta disto, a gestão enfrenta um *trade-off* entre os custos e benefícios da inclusão de *covenants* nos contratos de dívida (BERLIN; MESTER, 1992; NASH; NETTER; POULSEN, 2003; BILLET; KING; MAUER, 2007; MOIR; SUDARSANAM, 2007).

Em outras palavras, pela ótica da Teoria da Agência, há um *trade-off* entre os gestores aceitarem a utilização de *covenants* e reduzirem o custo de agência da dívida, mas, ao mesmo tempo, suportarem um custo de oportunidade decorrente das limitações que os *covenants* impõem sobre as políticas administrativas da empresa.

Isto ocorre, pois o uso de *covenants* limita a flexibilidade das decisões financeiras da gestão, o que pode impedir a empresa de executar projetos que agreguem um nível ótimo de retorno aos investimentos. Como consequência, estes custos de oportunidade podem gerar um desincentivo à gestão em utilizar cláusulas restritivas nos contratos de dívida.

Assim, depreende-se que, os acionistas, ao agirem racionalmente, aceitariam a inclusão de *covenants* enquanto os benefícios de sua inclusão forem: (a) superiores ao benefício da expropriação de riqueza dos credores; ou, (b) superiores ao custo de oportunidade gerado pela redução da flexibilidade financeira.

Diante destes incentivos e desincentivos, é natural que credores e devedores negociem um nível ótimo de tipos e quantidades de *covenants* a serem utilizados para proteção do crédito. Neste sentido, em empréstimos/financiamentos, credores e devedores frequentemente negociam até se atingir um ponto de equilíbrio entre a proteção aos interesses do credor e a flexibilidade necessária para a manutenção dos negócios do devedor (PAIK et al., 2015).

Paik et al. (2015) complementam que o poder de barganha do devedor também pode influenciar o pacote de cláusulas restritivas contratado junto à dívida. Assim, empresas com outras opções de financiamento igualmente atrativas podem impor a exigência de *covenants* menos restritivos, enquanto que firmas em piores condições financeiras (consequentemente com menor oferta de crédito) tendem a se sujeitar a suportar mais restrições contratuais (PAIK et al., 2015).

No entanto, estas possibilidades de negociação entre credor e devedor tendem a ser mais expressivas nos empréstimos/financiamentos do que em emissões públicas de títulos de dívida, por conta da maior proximidade de negociação entre empresa e credores. No caso dos títulos de dívida, na maioria das vezes é impossível a gestão reunir-se

com os potenciais credores para negociar a elaboração dos contratos de dívida e, conseqüentemente, dos *covenants* contratuais.

Por fim, destaca-se que há uma perspectiva teórica que argumenta a irrelevância da utilização dos *covenants* contratuais para se controlar o oportunismo dos agentes. O argumento que suporta esta perspectiva é de que as forças de mercado, em especial a concorrência de executivos, geram incentivos suficientes para disciplinar os gestores. Assim, a hipótese da irrelevância adota a perspectiva de que a maneira de controle do conflito entre acionistas e credores não afeta o valor da firma (SMITH; WARNER, 1979).

No entanto, é razoável supor que esta hipótese não seja totalmente eficiente para, sozinha, disciplinar o comportamento dos agentes em mercados financeiros com características de economias emergentes, em que há baixa eficiência na concorrência do mercado. Por conta disto, nesta dissertação é adotada a perspectiva de que os *covenants* afetam o valor da firma.

Por fim, destaca-se, ainda, que os *covenants* contábeis podem reduzir, também, os problemas de seleção adversa provocados pela assimetria informacional existente no momento da contratação da dívida. Assim, se, no momento da contratação da dívida, os gestores omitem alguma informação relevante sobre o risco da empresa para o credor, a utilização de *covenants* contábeis pode fazer com que o contrato da dívida tenha uma violação técnica quando esta informação se tornar de conhecimento público. Com isto, o credor pode reanalisar a continuidade do empréstimo com a incorporação das informações até então ausentes.

Esta função é útil sobretudo em situações em que a empresa omite fatos relevantes que ocorreram após as demonstrações financeiras apresentadas aos credores ou em situações em que a gestão tem conhecimento sobre eventos futuros que irão afetar o risco da empresa, mas que não os evidencie aos credores. Um exemplo desta última situação é o caso da aprovação de descontinuidade de uma subsidiária relevante para o desempenho da empresa ou a perda de algum contrato com fornecedores ou clientes.

Estes aspectos teóricos relacionados ao controle dos conflitos de agência por meio da utilização cláusulas restritivas embasam as predições teóricas sobre a utilização de *covenants* contábeis em ambientes de conflitos de agência. Estas predições são formalizadas por meio das hipóteses 1 a 5, apresentadas na subseção 3.3.1.

2.1.2.2 Incerteza em relação ao desempenho econômico futuro da empresa

Em complemento à clássica visão do papel dos *covenants* como um mecanismo de controle dos conflitos de agência entre acionistas e credores, outra corrente da literatura os interpreta como um mecanismo de renegociação da dívida em caso de o devedor apresentar más perspectivas de desempenho econômico no futuro (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Esta perspectiva é tratada nos trabalhos de Berlin e Mester (1992), Dichev e Skinner (2002) e Denis e Wang (2014), os quais apresentam os *covenants* contábeis como um mecanismo facilitador da realocação do controle da dívida em caso de mau desempenho econômico da empresa, sobretudo por meio da formulação de *covenants* contábeis com pouca folga⁸.

Estes trabalhos constataram que os *covenants* contábeis são utilizados como *trip wires* nos empréstimos privados, isto é, eles são formulados com pouca folga para que, ao menor sinal de deterioração da situação econômica da empresa, o credor tempestivamente receba o direito de renegociar os termos do empréstimo.

Em linha com esta perspectiva, Demerjian (2014) formalizou e modelou a relação entre a utilização de *covenants* contábeis e a incerteza em relação ao desempenho futuro, em uma perspectiva mais geral do que os trabalhos anteriores. Uma importante contribuição desta abordagem teórica é a separação desta função das cláusulas restritivas daquela de mitigar os problemas de agência do capital de terceiros.

Na abordagem de Demerjian (2014), o papel dos *covenants* é mitigar o efeito problemático que a ausência de informações sobre os eventos econômicos futuros, e que afetam a capacidade de pagamento da empresa, tem sobre o risco do credor no momento da contratação da dívida.

Esta perspectiva diferencia-se da abordagem dos conflitos de agência, pois os problemas decorrentes da incerteza não ocorrem em função das ações executadas pelos participantes da negociação (empresa e credor), mas por, e somente por, ausência de informações confirmatórias, no momento da contratação da dívida, sobre a qualidade

⁸ Folga é a diferença entre o limite da métrica contábil estabelecida no *covenant* contábil e a situação observada desta métrica para a empresa devedora no momento da contratação da dívida (EL-GAZZAR; PASTENA, 1991).

do risco estimado para um período futuro. Esta ausência de informações ocorre para as duas partes envolvidas na negociação, isto é, não há assimetria informacional⁹ (DEMERJIAN, 2014).

Especificamente, quando empresa e credor negociam um empréstimo, mesmo que ambas as partes atuem na sua melhor conduta moral, elas não são capazes de ter certeza sobre o desempenho futuro da empresa (DEMERJIAN, 2014).

Isto ocorre por conta de que, após a contratação do empréstimo, diversos fatores fora do controle da firma podem afetar o desempenho dela e causar dificuldades financeiras que comprometam o pagamento da dívida.

Estes eventos são variados e compreendem desde fatores específicos em nível da empresa e seu setor de atuação (problemas de gestão da organização; perdas de clientes; mudanças na regulação do mercado de atuação; concorrência) até fatores de nível macroeconômico (câmbio; barreiras comerciais; dentre outros) (DEMERJIAN, 2014).

Neste contexto, credores e devedores podem encontrar dificuldades na negociação dos termos dos contratos, pois a incerteza torna a estimação do risco futuro imprecisa devido à falta de informações sobre o comportamento das variáveis relevantes sobre o risco do devedor. Além disto, o verdadeiro valor destas predições somente será conhecido no futuro (DEMERJIAN, 2014).

O problema destas situações é que, se o risco observado no futuro for maior do que o risco estimado no momento da contratação, o credor receberá uma remuneração inferior ao risco suportado; complementarmente, se o risco observado for menor do que o risco estimado, a empresa estará pagando uma taxa de juros maior do que aquela ajustada ao seu perfil de risco (DEMERJIAN, 2014).

Assim, uma forma de se resolver este impasse sobre o aumento do risco da firma é com a utilização de *covenants* que empreguem métricas contábeis correlacionadas com os aspectos relevantes de risco para o credor. Esta função é desempenhada somente pelo uso de *covenants* do tipo contábil, pois estas cláusulas podem ser vinculadas

⁹ Como implicação, problemas de ausência de informação decorrentes da assimetria informacional não fazem parte da função dos *covenants* em controlar a incerteza. A justificativa para isto é de que a assimetria informacional está sob o controle do principal, o que induz a um problema de agência, tal como tratado na seção 2.1.2.1 (DEMERJIAN, 2014).

aos atributos econômicos representativos do risco do devedor (DEMERJIAN, 2014).

Assim, os *covenants* contábeis estipulam um limite máximo de risco suportável pelo credor, de acordo com os termos inicialmente contratados, e funcionam como um gatilho para a renegociação destes termos, caso o risco atinja um patamar superior ao limite acordado (DEMERJIAN, 2014).

Desta maneira, os *covenants* contábeis funcionam como um dispositivo formulado *ex-ante* que permite a renegociação *ex-post* de dívida, quando as informações sobre o risco da empresa se tornarem disponíveis. Com isto, os *covenants* contábeis permitem que informações futuras sejam incorporadas às especificações do contrato, por meio da renegociação entre a empresa e o credor, e ajuste dos termos contratuais ao novo panorama de risco do credor (DEMERJIAN, 2014).

De outra parte, a redução de risco da empresa, e consequente pagamento de juros acima do risco real da empresa, não é solucionada pela utilização de *covenants* contábeis. Esta situação pode ser resolvida por meio de outros mecanismos contratuais, tais como a utilização de cláusulas que garantam o direito de a empresa liquidar antecipadamente o empréstimo (DEMERJIAN, 2014) ou a utilização de cláusulas de *performance pricing*¹⁰.

A partir da análise desta função, conclui-se que os *covenants* contábeis contribuem para credores e devedores formularem contratos de dívida mais eficientes, pois reduzem o efeito da incerteza quanto ao desempenho futuro sobre a contratação do empréstimo.

Isto tende a implicar na concessão de dívidas com prazos mais longos e com uma menor taxa de juros, uma vez que a cobrança de um prêmio à taxa normal de juros ou a concessão de empréstimos com prazos mais curtos geralmente são estratégias utilizadas pelos credores para se protegerem dos efeitos da incerteza na concessão de crédito (DEMERJIAN, 2014).

¹⁰ *Performance pricing grid* é uma cláusula contratual utilizada em instrumentos de dívida que determina taxas de juros variáveis em função do desempenho apresentado pela empresa em determinados indicadores financeiros previamente selecionados ou *ratings* de crédito (ASQUITH; BEATTY; WEBER, 2005). Geralmente o desempenho de um período é a referência para a taxa de juros do período seguinte (DEMERJIAN, 2014).

Esta função de controle da incerteza é mais bem atingida pelo uso *performance covenants* (DEMERJIAN, 2014), pois, comparativamente aos *capital covenants*, eles tendem a representar mais tempestivamente a saúde econômica e as perspectivas financeiras da empresa (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Esta função é corroborada empiricamente pelas pesquisas de Christensen e Nikolaev (2012) e Nikolaev (2012), em que os pesquisadores identificaram que os *performance covenants* estão correlacionados com a probabilidade de renegociação da dívida, enquanto que os *capital covenants* não estão.

Estes resultados sugerem que a utilização de *performance covenants* tem a finalidade de gerar a oportunidade de renegociação dos termos iniciais do empréstimo, enquanto que os *capital covenants* são formulados com a intenção de alinhar o interesse de acionistas e credores, e, assim, evitar a violação técnica dos empréstimos.

Esta característica de os *performance covenants* tenderem a ser mais informativos sobre as condições financeiras futuras da empresa justifica-se por conta de que os indicadores contábeis utilizados nos *performance covenants* são funções do desempenho obtido no período atual pela empresa, enquanto que os indicadores financeiros utilizados nos *capital covenants* são resultado de acumulações de lucros e empréstimos de períodos passados (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Ademais, os *capital covenants* podem ser modificados pelo aumento ou retirada de capital pelos sócios, o que os torna menos informativo sobre o desempenho econômico e financeiro da empresa (CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Assim, uma empresa pode acumular prejuízos sequenciais, mas não elevar o seu nível de endividamento (*capital covenant*), desde que seus acionistas realizem novos investimentos de capital para cobrir os prejuízos obtidos. Por outro lado, um único período de resultado negativo pode violar um *covenant* baseado em um indicador de rentabilidade (*performance covenant*), a depender da magnitude do prejuízo.

Diante deste contexto, espera-se que o nível de incerteza apresentado pela empresa no momento da contratação de dívida esteja positivamente relacionado com a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis devido à capacidade de eles permitirem a renegociação da dívida caso as informações futuras indiquem que a situação econômica ou financeira do credor tenha piorado.

Outro argumento que justifica a esperança positiva da relação entre o nível de incerteza e a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis é o fato de que eles são sensíveis à alteração do nível de risco da firma e, assim, suficientemente dinâmicos para serem eficientes para esta finalidade. Este argumento é reforçado pela análise de que as cláusulas não contábeis, tal como os *covenants* negativos, não serem violados caso a empresa passe a apresentar declínio no desempenho econômico ou financeiro.

Estes aspectos teóricos relacionados ao controle da incerteza quanto ao desempenho futuro obtido por meio da utilização de *covenants* contábeis embasam as predições teóricas sobre a utilização de *covenants* contábeis em ambientes de incerteza. Estas predições são formalizadas em adição às predições teóricas de conflitos de agência desenvolvidas nas hipóteses 1 a 5, apresentadas na subseção 3.3.1.

2.1.2.3 Síntese do papel dos *covenants* como um mecanismo de governança

Em síntese, a função desempenhada pelos *covenants* nas relações de dívida é a de atenuar as imperfeições dos contratos incompletos (AGHION; BOLTON, 1992; CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012).

Assim, estas cláusulas podem resolver problemas associados à impossibilidade de se elaborar contratos que estabeleçam perfeitamente todas as ações futuras desejadas pelas partes contratantes. Isto ocorre por meio do estabelecimento, *ex-ante*, da alocação dos direitos de controle da dívida em caso de ocorrência, *ex-post*, de situações imprevistas.

Consequentemente, os *covenants* minimizam a ocorrência conflitos de agência, durante a vigência do empréstimo, e permitem que os termos da dívida possam ser renegociados, caso a empresa apresente dificuldades financeiras no futuro.

A partir das duas funções desempenhadas pelos *covenants*, redução de conflitos de agência e redução dos efeitos da incerteza quanto ao desempenho econômico futuro, podem-se fazer algumas inferências sobre o seu papel na governança corporativa¹¹.

¹¹ Nesta dissertação, adota-se a definição de governança corporativa como o conjunto de políticas administrativas que têm como finalidade reduzir os conflitos em a empresa e seus *stakeholders*. Esta definição é alinhada às de Shleifer e Vishny (1997) e Terra e Lima (2006), e ampla o suficiente para

Primeiramente, têm-se os benefícios proporcionados aos credores, os quais são materializados pela maior proteção aos direitos de crédito. Este benefício é realizado por conta de os *covenants* protegerem o capital investido contra ações oportunistas que possam vir a ser desenvolvidas pelos gestores ao longo da vigência da dívida.

Complementarmente, os direitos dos credores são protegidos contra as dificuldades financeiras futuras da empresa. Esta proteção se dá pela garantia de transferência do controle da dívida aos credores, em caso de deterioração do desempenho econômico da empresa. Assim, a violação técnica contribui para que o credor recupere tempestivamente o capital investido ou reajuste os termos da dívida ao novo perfil de risco da empresa.

Como consequência indireta da maior proteção aos direitos dos credores, tem-se a possibilidade de elevação da liquidez da comercialização das debêntures no mercado secundário, o que tende a reduzir o custo de transação destes títulos e agregar valor aos debenturistas.

A segunda inferência refere-se aos benefícios proporcionados pelos *covenants* aos acionistas. Estes benefícios baseiam-se no aumento do valor dos seus investimentos devido às cláusulas restritivas reduzirem o custo de agência da dívida no momento da sua contratação. Isto ocorre, pois os potenciais conflitos de agência do capital de terceiros tendem a ser antecipados e precificados pelos credores no momento da contratação da dívida (DAY; TAYLOR, 1998; NASH; NETTER; POULSEN, 2003).

Assim, a maior proteção aos direitos dos credores reduz o risco do empréstimo e, consequentemente, reduz o prêmio cobrado pelo credor para fornecer o capital. Isto implica em um aumento no lucro dos acionistas, uma vez que o custo do endividamento reduz o lucro dos acionistas.

Por fim, a terceira inferência refere-se ao benefício proporcionado pelos *covenants* contratuais ao funcionamento da própria organização tomadora de recursos. Este benefício consiste no fato de os *covenants* contribuírem para a moderação do relacionamento da empresa com os seus credores e acionistas, por meio do emprego de maior transparência ao assumir compromissos em zelar com o capital dos credores.

Isto ocorre, pois, por meio dos *covenants* contratuais, as partes contratantes mutuamente concordam e tomam conhecimento dos objetivos e metas de risco do empréstimo, o que reduz a incerteza quanto ao comportamento futuro das partes na resolução de conflitos contingenciais (ZIMMERMANN, 1975; DAY; TAYLOR, 1998).

Como efeito deste último benefício, a empresa pode ter uma melhora na sua eficiência operacional, uma vez que os objetivos de acionistas e credores estão mais alinhados. Além disto, pelo menor estresse entre acionistas e credores em situações de incerteza quanto ao desempenho futuro, a organização pode ter mais facilidade de renegociar a dívida em caso de dificuldades financeiras, o que a deixa menos sujeita a ter que liquidar imediatamente a dívida em caso de violação técnica.

Adicionalmente, a maior proteção gerada pela utilização de *covenants* pode contribuir para o aumento da liquidez da negociação de debêntures no mercado primário. Isto tende a aumentar o volume de recursos captados pela empresa, bem como a reduzir os custos de captação destes recursos.

Tomados estes benefícios em conjunto, conclui-se que os *covenants* contratuais atuam como um mecanismo de governança corporativa, pois mitigam os conflitos entre a empresa e os credores, e, assim, beneficiam tanto os credores e acionistas, quanto o próprio funcionamento operacional da empresa tomadora de recursos.

Por outro lado, é razoável supor que a propensão à empresa concordar com a utilização de *covenants* nos seus instrumentos de dívida seja influenciada pela sua própria estrutura formal de governança corporativa.

Nesta perspectiva, a estrutura formal de governança corporativa atuaria como um direcionador da utilização de cláusulas restritivas. Assim, empresas com maior qualidade de governança corporativa, representadas, por exemplo, por conselhos de administração mais ativos no desempenho de seus papéis, poderiam apresentar maior propensão à utilização de *covenants* contratuais, pois estes gestores estariam mais comprometidos com a geração de valor à organização.

Noutra perspectiva, a estrutura formal de governança corporativa pode ser observada como um mecanismo substituto à proteção oferecida pelas cláusulas restritivas. Isto pode ocorrer, pois as organizações com uma maior qualidade de governança corporativa tendem a ter seus objetivos mais bem alinhados com os de seus *stakeholders*. Isto reduz a percepção de risco dos credores e pode os tornar menos incentivados a

solicitarem proteção adicional à dívida, o que reduz a sua demanda por *covenants*.

Portanto, a influência da governança corporativa sobre a utilização de *covenants* contábeis permanece uma questão de análise empírica. Por conta disto, as hipóteses 6 e 7, apresentadas na subseção 3.3.2, testam como estas predições teóricas comportam-se na prática. Estas hipóteses testam se a utilização de *covenants* contábeis é influenciada pela estrutura formal de governança corporativa das organizações.

2.2 DEBÊNTURES

Debêntures são títulos de dívida (valores mobiliários) de longo prazo que podem ser emitidos por empresas do tipo sociedade por ações, de capital aberto ou fechado. Estes títulos representam uma dívida contraída pela empresa que emite estes títulos junto às pessoas, físicas ou jurídicas, que adquirem estes títulos, denominadas debenturistas (BM&FBOVESPA, 2015).

As debêntures apresentam diversas características, as quais podem variar de acordo com a necessidade da empresa emissora da dívida. Estas características referem-se principalmente à forma, classe, espécie (garantia), remuneração e vencimento, e são especificadas na escritura de emissão.

Quanto à forma, as debêntures podem ser nominativas ou escriturais. As nominativas são representadas por certificados emitidos em nome dos investidores e registrados em livro específico mantido pela empresa emissora da dívida. As debêntures escriturais diferenciam-se das nominativas apenas por não necessitarem da emissão de certificado de titularidade, uma vez que são mantidas em conta de depósito em nome do titular em uma instituição financeira (BM&FBOVESPA, 2015).

Em relação à classe (ou tipo) da debênture, elas podem ser conversíveis em ações, não conversíveis (simples) ou permutáveis. A primeira classe assegura aos debenturistas o direito de converter o montante a ser recebido pelo título em ações da empresa emissora da dívida ao invés de recebê-lo em dinheiro. As debêntures simples (não conversíveis), por outro lado, não asseguram o direito de conversibilidade da dívida em ações. Por fim, o tipo permutável assegura aos debenturistas o direito de converterem o montante a ser recebido pela dívida em ações de outra empresa que não a empresa

emissora da dívida ou outros tipos de bens ou direitos (BM&FBOVESPA, 2015).

Quanto à espécie (garantia), as debêntures podem ser de garantia real, fluante, quirografária ou subordinadas. Na garantia real o pagamento é garantido por bens, móveis ou imóveis, da empresa emissora da dívida ou por terceiros, por meio de penhor, hipoteca ou anticrese. As debêntures de garantia fluante oferecem preferência de pagamento aos debenturistas sobre as demais dívidas contratadas pela empresa em momento anterior à debênture em questão. As debêntures com garantia quirografária não oferecem privilégios para os debenturistas, o que as torna, em caso de falência da empresa emissora, equiparados aos demais credores dela. Por fim, a modalidade de garantia subordinada é a mais fraca, uma vez que, em caso de liquidação da empresa emissora da dívida, os debenturistas têm preferência de recebimento apenas sobre os acionistas (BM&FBOVESPA, 2015).

Em relação à remuneração dos títulos, as debêntures podem utilizar uma combinação de diversas modalidades de remuneração e diversas taxas de juros. Dentre as alternativas, há a possibilidade de a remuneração basear-se em juros fixos ou variáveis, oferecer participação nos lucros, ser vinculada à variação cambial ou índices de preços, dentre outras opções (BM&FBOVESPA, 2015).

O vencimento das debêntures divide-se em duas possibilidades: (a) definido, quando a escritura especifica a data de resgate dos títulos, ou; (b) indeterminado, quando a debênture for perpétua, salvo casos extraordinários que podem ocasionar o seu vencimento (BM&FBOVESPA, 2015).

Algumas debêntures podem, ainda, fazer uso de benefícios fiscais sobre os rendimentos obtidos pelos debenturistas para tornar estes títulos mais atrativos (debêntures incentivadas). Esta possibilidade decorre das disposições da Lei 12.431, de 24 de junho de 2011, a qual especifica a redução da incidência do Imposto de Renda sobre os rendimentos obtidos por investidores específicos que adquirem estas debêntures incentivadas.

Podem utilizar este benefício apenas as empresas que realizem a captação de recursos com a finalidade de financiar o desenvolvimento de “[...] projetos de investimento em infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários pelo Poder Executivo Federal.” (BM&FBOVESPA, 2015, p. 14).

Outra característica importante das debêntures é a sua modalidade de emissão. A partir de 2009, com a Instrução 476, expedida pela

Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – (ICVM 476/09), as debêntures emitidas no Brasil passaram a poder ser emitidas de forma direcionada a um grupo restrito de investidores. Como consequência, as empresas que emitem ofertas públicas de debêntures no Brasil podem optar por realizar este processo de duas formas alternativas: (a) emissão ao público geral; ou, (b) emissão a um grupo restrito de investidores (distribuição com esforços restritos).

O primeiro caso se constitui na modalidade de oferta pública de debêntures, a qual é destinada a aquisição pelo público em geral, inclusive aos investidores de varejo (BM&FBOVESPA, 2015). Esta modalidade se baseia na Instrução CVM nº 400/2003, e é restrita às sociedades de capital aberto e com registro na CVM (ANDIMA; ABRASCA, 2008).

O segundo caso, denominado oferta pública de debêntures de distribuição com esforços restritos, é uma situação especial, que pode ser emitida por empresas de capital aberto ou fechado, e que dispensa o registro da emissão junto à CVM (BM&FBOVESPA, 2015). Na emissão de debêntures direcionadas a um grupo restrito de investidores, a empresa emissora dos títulos pode ofertar as debêntures a até 75 investidores profissionais, sendo que, no máximo, 50 deles podem subscrever ou adquirir os títulos (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2009).

A emissão de debêntures é condicionada à aprovação dos acionistas em Assembleia Geral Extraordinária. Alternativamente, em companhias de capital aberto, a emissão pode ser aprovada por deliberação do Conselho de Administração, desde que atenda às especificações descritas no Estatuto Social da companhia (BM&FBOVESPA, 2015).

As deliberações sobre quaisquer eventos relevantes para os debenturistas são realizadas por meio da Assembleia Geral de Debenturistas (AGD). Por meio deste ato, os debenturistas têm poderes de, em comumhão, deliberar sobre modificações nas cláusulas das escrituras de debêntures, inclusive aquelas que tratam da repactuação da dívida (BM&FBOVESPA, 2015). Cabe ressaltar que diversos *covenants*, contábeis e não contábeis, têm sua violação condicionada à aprovação dos debenturistas reunidos em AGD.

Há, ainda, uma terceira modalidade de emissão de debêntures, a qual é denominada colocação privada. Nesta modalidade, não há qualquer envolvimento da CVM para a aprovação ou encerramento do processo (BM&FBOVESPA, 2015).

Dentre os principais agentes envolvidos no processo de emissão primária de debêntures tem-se, primeiramente, a figura do coordenador líder. Este agente consiste em uma instituição financeira a qual é contratada pela empresa emissora para estruturar a operação de oferta pública e assessorar na modelagem da escritura (BM&FBOVESPA, 2015).

O agente escriturador é responsável pela manutenção dos registros dos títulos emitidos em nome de seus respectivos titulares. Este papel pode ser desempenhado pela própria empresa emissora da dívida ou por uma instituição financeira contratada para esta finalidade (BM&FBOVESPA, 2015).

O banco liquidante é o agente responsável pela realização da movimentação dos recursos financeiros relacionados às debêntures. Esta movimentação inclui o pagamento de juros, amortizações e outros tipos de pagamentos (BM&FBOVESPA, 2015).

A comunhão dos debenturistas é representada pela figura do agente fiduciário. O agente fiduciário é responsável por acompanhar as atividades desenvolvidas pela empresa emissora da dívida e monitorar o atendimento dela às disposições estabelecidas na escritura de emissão de debêntures e outras obrigações assumidas pela empresa emissora da dívida (BM&FBOVESPA, 2015).

No tocante às características do financiamento obtido via debêntures, destaca-se que elas se diferenciam das do crédito obtido via empréstimos/financiamentos contratados junto a instituições financeiras. Primeiramente, tem-se que a dívida obtida via debêntures geralmente possui maior dispersão dos credores (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010).

Como consequência, tem-se que os empréstimos/financiamentos geralmente são realizados com mais informações disponibilizadas aos credores, pois eles podem solicitar informações adicionais àquelas disponibilizadas ao público por meio das demonstrações financeiras obrigatórias (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010; SHIVAKUMAR, 2013).

No caso de debêntures, por outro lado, isto não é viável devido à grande quantidade de investidores em potencial, o que poderia comprometer a competitividade da firma. Este maior acesso à informação nos empréstimos/financiamentos permite a formulação de cláusulas contábeis mais ajustadas ao perfil de risco da empresa. Consequentemente, os empréstimos/financiamentos tendem a apresentar *covenants* contábeis mais diversos do que os títulos de dívida (MATHER; PEIRSON, 2006)

Outra consequência é que a maior dispersão dos credores na modalidade de debêntures faz com que o custo de renegociação dos contratos seja mais elevado (MOIR; SUDARSANAM, 2007) e a dívida menos flexível a renegociação (MATHER; PEIRSON, 2006). Isto ocorre por conta de a renegociação da dívida necessitar da aprovação da maioria dos portadores dos títulos (debenturistas), enquanto que nos empréstimos/financiamentos a negociação se limita à empresa e à instituição financeira credora (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010).

Adicionalmente, a dispersão dos credores na modalidade de debêntures, comparativamente aos credores por empréstimos/financiamentos, faz com que estes possuam menor incentivo de monitoramento da empresa, bem como menor incentivo a incluírem restrições (*covenants*) financeiras nos empréstimos (TAYLOR, 2013).

Outra característica específica das debêntures é que a estruturação da escritura de debênture¹², documento que descreve as regras válidas para o título emitido, é realizada pela gestão da empresa emissora do título em conjunto com a instituição financeira coordenadora líder, e, posteriormente, o título é ofertado aos investidores. Consequente, há menor participação dos credores na modelagem das escrituras, o que implica, segundo Bradley e Roberts (2015), em ser virtualmente impossível para os credores inserirem *covenants* específicos nestes contratos (BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Este maior custo de renegociação e menor participação dos credores na estruturação das debêntures tende a implicar nas seguintes consequências sobre a utilização de *covenants*: (a) redução da utilização de cláusulas restritivas nestes títulos; (b) maior padronização (maior homogeneidade) dos tipos de *covenants* contábeis utilizados; e, (c) utilização de cláusulas contábeis menos restritivas (MATHER; PEIRSON, 2006).

Por outro lado, a modalidade de distribuição com esforços restritos, introduzida pela ICVM 476/09, inseriu uma modificação na característica institucional dos títulos de dívida brasileiros. Esta modificação tende a aumentar a concentração dos debenturistas que

¹² De acordo com a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) e a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) (2008), escritura das debêntures é o documento que descreve as regras válidas para a debênture emitida. É nela que são descritos os valores, prazos, *covenants* e outras características da debênture.

adquirem um mesmo título. Ademais, o fato de a empresa identificar os potenciais investidores profissionais, pode elevar a participação destes investidores na estruturação da escritura da debênture.

Estas novas características fazem com que as debêntures emitidas na modalidade de esforços restritos tornem-se, em essência, mais semelhantes aos empréstimos/financiamentos do que às debêntures emitidas ao público em geral.

Como consequência, a utilização de *covenants* contábeis nestes títulos direcionados a um número restrito de investidores profissionais pode ser maior do que nas debêntures tradicionais, pois potencialmente há maior participação dos credores na estrutura da debênture, bem como pode haver maior facilidade da renegociação da dívida devida à concentração dos debenturistas. Esta possibilidade é testada por meio da Hipótese 9 desenvolvida na seção 3.3.3.2.

2.3 ESTUDOS SIMILARES

Esta subseção tem por objetivo apresentar os estudos empíricos alinhados ao objetivo da presente pesquisa. Foram selecionados os estudos que tiveram como objetivo identificar fatores que influenciam a utilização de *covenants* contábeis.

A partir dos estudos identificados, constata-se que a literatura sobre os determinantes da utilização de *covenants* contábeis tem sido desenvolvida em vários contextos institucionais de crédito. Dentre as diferenças contextuais mais relevantes, destacam-se o tipo de crédito analisado (títulos de dívida ou empréstimos/financiamentos) e o país em que a investigação foi desenvolvida.

A seguir, são apresentados os principais resultados obtidos por estas pesquisas.

2.3.1 Citron (1995)

Citron (1995) realizou o primeiro estudo com enfoque direcionado especificamente à identificação dos fatores que afetam o uso específico de *covenants* contábeis nos contratos de dívida. Até então, os estudos restringiram-se à análise da intensidade de utilização de cláusulas restritivas de um modo geral. Com isto, nos estudos anteriores, as cláusulas contábeis e não contábeis eram tratadas sem diferenciação.

Citron (1995) analisou títulos de dívida emitidos no Reino Unido. Ao todo, foram analisados 108 títulos emitidos entre os anos de 1987 e

1990, por 90 empresas. Este estudo teve como objetivo identificar como fatores relacionados às características das empresas e às características dos empréstimos afetavam a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis.

Os resultados de Citron (1995) sugerem que títulos de dívida com prazos de resgate mais longos têm maior probabilidade de conter cláusulas contábeis, enquanto que títulos de dívida que podem ser convertidos em ações e emitidos por empresas com maiores oportunidades de crescimento reduzem a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis.

O nível de endividamento também foi testado pelo pesquisador, porém os resultados indicaram que este fator não direciona a utilização de cláusulas contábeis nos títulos de dívida no Reino Unido.

2.3.2 Moir e Sudarsanam (2007)

Moir e Sudarsanam (2007) desenvolveram uma análise dos fatores determinantes para a utilização de *covenants* contábeis em empréstimos/financiamentos no Reino Unido. Os autores limitaram a análise dos fatores apenas a características das empresas representativas de potenciais problemas de agência.

Os resultados obtidos indicam que, dentre as características analisadas, as quais incluíram o endividamento, nível de pagamento de dividendos (*payout*), probabilidade de falência, rentabilidade, risco de mercado (*beta* acionário) e tamanho da empresa tomadora de recurso, somente o tamanho apresentou relação significativa para influenciar o uso de *covenants* contábeis.

Especificamente, este resultado obtido sugere que empresas maiores têm menor necessidade de utilização de *covenants* contábeis nos empréstimos obtidos junto a instituições financeiras. Este resultado foi interpretado pelos autores como determinado pela melhor reputação que estas empresas possuem no mercado, o que reduz o risco associado a estas empresas e, assim, eleva o poder de barganha delas na negociação dos termos contratuais da dívida com as instituições financeiras.

No entanto, os resultados desta pesquisa devem ser interpretados com cautela, pois podem conter viés devido à amostra selecionada pelos pesquisadores ser restrita às maiores empresas do Reino Unido.

2.3.3 Inamura (2009)

Inamura (2009) examinou os fatores determinantes para a utilização de *covenants* contábeis nos títulos de dívida emitidos no Japão. Os fatores determinantes analisados pela pesquisadora basearam-se em características da empresa, representativas de potenciais problemas de agência, e em características dos contratos de dívida, nomeadamente prazo de maturidade do título e taxa de remuneração (*spread*).

Os resultados encontrados por Inamura (2009) indicam que títulos de dívida com prazos mais longos, com maior *spread* de juros e emitidos por empresas maiores, têm menor probabilidade de incluírem *covenants* contábeis. Por outro lado, títulos de dívida emitidos por empresas com maior nível de endividamento e que possuem uma instituição financeira que represente os interesses dos debenturistas junto à firma tomadora de recursos tendem a utilizar mais cláusulas contábeis.

2.3.4 Costello e Wittenberg-Moerman (2011)

Costello e Wittenberg-Moerman (2011) testaram a hipótese de que a existência de problemas de controles internos, na geração de informações contábeis, reduz a credibilidade das informações contábeis para fins de monitoramento da dívida. Como implicação desta hipótese, as pesquisadoras predisseram uma menor utilização de *covenants* contábeis em empréstimos contratados após as empresas divulgarem ao mercado a existência de problemas em seus controles internos.

Os resultados obtidos por Costello e Wittenberg-Moerman (2011) suportam a hipótese formulada. A interpretação das autoras para este contexto é de que quando os credores tomam conhecimento da menor qualidade das informações contábeis geradas pela empresa, eles substituem a utilização de cláusulas contábeis por mecanismos alternativos de proteção e monitoramento, tal como a cobrança de maiores taxas de juros ou exigência de garantias.

Os resultados secundários obtidos por Costello e Wittenberg-Moerman (2011) abrangem, também, outros aspectos relacionados aos determinantes do uso de *covenants* contábeis já testados pelos estudos anteriores. Estes resultados indicam que quando os empréstimos/financiamentos envolvem um maior volume de recursos, têm maior taxa de juros, são obtidos por empresas maiores e mais rentáveis, há menor frequência de utilização de cláusulas contábeis.

Por outro lado, empréstimos que contém cláusulas de *performance pricing* e contém garantias apresentam maior probabilidade de utilização de *covenants* contábeis, o que indica que estas cláusulas são utilizadas de forma conjunta com os *covenants* contábeis para a proteção do credor (COSTELLO; WITTENBERG-MOERMAN, 2011).

2.3.5 Ismail (2014)

Ismail (2014) investigou os determinantes para a utilização de *covenants* contábeis nos empréstimos/financiamentos obtidos pelas empresas francesas. Os fatores explicativos analisados por Ismail (2014) basearam-se nas perspectivas de características da firma e características dos empréstimos/financiamentos.

Os resultados encontrados por Ismail (2014) indicam que empréstimos obtidos por empresas maiores, mais rentáveis, com maiores oportunidades de crescimento e contratados junto a sindicatos de instituições financeiras tendem a utilizar com maior frequência o uso de *covenants* contábeis. Por outro lado, empréstimos com garantias e obtidos por empresas com maior probabilidade de falência utilizam com menor frequência cláusulas contábeis.

Destes resultados, destacam-se as relações obtidas para o tamanho, rentabilidade e probabilidade de falência. Os resultados apresentaram-se contrários à relação predita pela teoria da agência.

Estes resultados, no entanto, sugerem a perspectiva de utilização de *covenants* contábeis como uma sinalização de qualidade de crédito da empresa aos credores. Assim, quanto melhor a qualidade da empresa (maior tamanho e rentabilidade), maior a sua propensão em aceitar a utilização de *covenants* contábeis como uma forma de sinalizar qualidade de crédito aos credores (DEMIROGLU; JAMES, 2010).

2.3.6 Demerjian (2014)

Demerjian (2014) modelou a relação teórica entre a incerteza e a utilização de *covenants* contábeis nos empréstimos/financiamentos e apresentou evidências que sustentassem a modelagem teórica proposta. As evidências empíricas foram desenvolvidas no mercado de crédito estadunidense e envolveram aproximadamente 22 mil operações de crédito realizadas entre os anos de 1995 a 2013.

Os resultados encontrados por Demerjian (2014) indicam que quanto maior a incerteza em relação ao desempenho futuro da empresa,

maior a quantidade de *covenants* contábeis utilizados nos contratos de dívida.

Além deste fator, Demerjian (2014) constatou que empréstimos contraídos por empresas mais endividadas, com maior probabilidade de falência e mais rentáveis tendem a ter mais *covenants* contábeis. Por outro lado, empréstimos contraídos por empresas maiores e com maiores oportunidades de crescimento utilizam menor quantidade de cláusulas contábeis.

2.3.7 Bradley e Roberts (2015)

Bradley e Roberts (2015) realizaram uma ampla investigação sobre a utilização de cláusulas restritivas nos empréstimos/financiamentos realizados nos Estados Unidos da América. Esta análise englobou aproximadamente 12,5 mil empréstimos contratados entre os anos de 1993 e 2001. O objetivo dos pesquisadores foi identificar os determinantes dos *covenants*, tanto de um modo geral, quanto *covenants* de natureza específica, tal como os contábeis.

Em relação aos fatores determinantes da utilização de *covenants* contábeis, foi constatado que dívidas de prazo de maturidade mais longo, que utilizam *performance pricing*, captadas por empresas que apresentam maior nível de oportunidades de crescimento e que obtêm recursos junto a um banco de investimento têm maior utilização de cláusulas contábeis em seus contratos de empréstimo.

Por outro lado, empresas com maior grau de tangibilidade dos investimentos, dispersão nos fluxos de caixa gerados e maior rentabilidade têm menor exigência de utilização de cláusulas contábeis nos empréstimos privados.

2.3.8 Síntese dos resultados obtidos pelos estudos similares

A partir da análise dos estudos anteriores, depreende-se que há grande diferença entre o efeito dos fatores explicativos sobre a utilização de *covenants* contábeis. Os contrastes mais relevantes podem ser observados em relação às oportunidades de crescimento, tamanho da empresa, prazo de maturidade da dívida e uso de *performance pricing*.

Estas diferenças reforçam a justificativa de se analisar como estes fatores funcionam no ambiente institucional brasileiro, especialmente por conta de a emissão de debêntures, no Brasil, possuir a característica de facultar às empresas a possibilidade de emití-las a um grupo diversificado de investidores, tal como é tradicionalmente apresentado

pela literatura de finanças, ou emití-las a um grupo restrito de investidores, tal como é o caso das debêntures emitidas com esforços restritos.

Por conta desta característica institucional brasileira, as debêntures distribuídas com esforços restritos, apresentam maior concentração de investidores e podem, em essência, assemelhar-se às dívidas contratadas por meio de empréstimos/financiamentos.

No Quadro 1 é apresentado, de modo sintetizado, as principais características dos estudos empíricos similares.

Quadro 1 – Síntese dos estudos similares

Autores	Tipo de análise	País e tipo de crédito analisado	Método de análise	Resultados obtidos pelos estudos
Citron (1995)	Determinantes da utilização de <i>covenants</i> contábeis	Reino Unido - Títulos de dívida	Regressão logística com dados agregados (<i>pooled logit</i>)	Relação positiva: Maturidade do empréstimo. Relação negativa: Empréstimo com opção de conversibilidade; oportunidades de crescimento. Relação estatisticamente insignificante: Endividamento.
Moir e Sundarsanam (2007)	Determinantes da utilização de <i>covenants</i> contábeis	Reino Unido - Empréstimos e financiamentos	Regressão logística com dados agregados (<i>pooled logit</i>)	Relação negativa: Tamanho da empresa tomadora de recursos. Relação estatisticamente insignificante: Endividamento; nível de <i>payout</i> ; probabilidade de falência; rentabilidade e risco de mercado (<i>beta</i>).
Inamura (2009)	Determinantes da utilização de <i>covenants</i> contábeis	Japão - Títulos de dívida	Regressão logística com dados agregados (<i>pooled logit</i>)	Relação positiva: Endividamento; e, presença de um agente financeiro responsável por mediar as debêntures. Relação negativa: Maturidade do empréstimo; <i>spread</i> do título; e, tamanho da empresa tomadora de recursos. Relação estatisticamente insignificante: Crescimento da empresa; rentabilidade; e, nível de tangibilidade dos investimentos.

Autores	Tipo de análise	País e tipo de crédito analisado	Método de análise	Resultados obtidos pelos estudos
Costello e Wittenberg-Moerman (2011)	Relação entre a qualidade da informação contábil e a utilização de <i>covenants</i> contábeis	Estados Unidos da América - Empréstimos e financiamentos	Regressão Probit	<p>Relação positiva: Qualidade da informação contábil financeira; concessão de garantias aos empréstimos; obtenção de empréstimos junto a investidores institucionais; rentabilidade; e, <i>spread</i> do empréstimo.</p> <p>Relação negativa: <i>Rating</i> de crédito; utilização de <i>performance pricing</i> no contrato; e, tamanho da empresa tomadora de recursos.</p> <p>Relação estatisticamente insignificante: Endividamento; maturidade do empréstimo; <i>rating</i> de crédito; volume de recursos captados (materialidade do empréstimo); crédito rotativo; e, número de participantes do condomínio de credores.</p>
Ismail (2014)	Determinantes da utilização de <i>covenants</i> contábeis	França - Empréstimos e financiamentos	Regressão logística com dados agregados (<i>pooled logit</i>)	<p>Relação positiva: Oportunidades de crescimento; rentabilidade; e, tamanho da empresa tomadora de recursos.</p> <p>Relação negativa: Concessão de garantias ao credor; e, probabilidade de falência.</p> <p>Relação estatisticamente insignificante: Endividamento; crédito vinculado a condomínio de credores; <i>rating</i> de crédito; e, grau de tangibilidade dos investimentos.</p>

Autores	Tipo de análise	País e tipo de crédito analisado	Método de análise	Resultados obtidos pelos estudos
Demerjian (2014)	Relação entre a incerteza quanto ao desempenho futuro e a utilização de <i>covenants</i> contábeis	Estados Unidos da América - Empréstimos e financiamentos	Regressão binomial negativa em painel	<p>Relação positiva: Incerteza quanto ao desempenho futuro; nível de endividamento; rentabilidade; e, probabilidade de falência.</p> <p>Relação negativa: Tamanho; e, oportunidades de crescimento.</p>
Bradley e Roberts (2015)	Determinantes da utilização de <i>covenants</i> contábeis	Estados Unidos da América - Empréstimos e financiamentos	Regressão de Poisson em painel com efeitos fixos	<p>Relação positiva: Oportunidades de crescimento; obtenção do empréstimo junto a um banco de investimentos; contratação de <i>performance pricing</i>; e, maturidade do empréstimo.</p> <p>Relação negativa: Rentabilidade; grau de tangibilidade dos investimentos; e, volatilidade da geração de caixa.</p> <p>Relação estatisticamente insignificante: Endividamento; propensão à empresa utilizar cláusulas restritivas de um modo geral; número de participantes do condomínio de credores; materialidade da dívida; tamanho da empresa tomadora de recursos; e, outras características do contrato da dívida.</p>

Nota: Relação positiva significa que, quanto maior a intensidade do fator analisado, maior é a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nos empréstimos. Relação negativa indica que, quanto maior a intensidade do fator analisado, menor é a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo tem por objetivo apresentar os aspectos metodológicos utilizados nesta pesquisa e que guiaram a análise de dados que suportou as conclusões deste estudo.

O capítulo está dividido em cinco seções. Na primeira seção é apresentada a perspectiva de pesquisa utilizada para a análise do problema em estudo. Na segunda são apresentados os detalhes sobre a composição da amostra de debêntures analisadas. Na terceira seção são apresentadas as hipóteses testadas.

Na quarta são apresentadas as variáveis de pesquisa, bem como a forma como elas foram operacionalizadas na pesquisa. Por fim, na quinta seção é apresentado o procedimento estatístico utilizado para se testar as hipóteses de pesquisa.

3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

Conforme Raupp e Beuren (2009), devido às particularidades da pesquisa em ciências sociais, as tipologias de delineamentos dos estudos realizados neste campo científico dividem-se, principalmente, em três categorias: quanto aos objetivos; quanto aos procedimentos; e, quanto à abordagem do problema.

Quanto ao objetivo, esta pesquisa classifica-se como descritiva e explicativa. Ela é descritiva, pois identifica e descreve as características dos *covenants* contábeis utilizados nas debêntures emitidas pelas companhias abertas listadas na BM&FBovespa. A classificação desta pesquisa como explicativa se dá por conta dela buscar identificar fatores que expliquem a utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil.

Esta classificação pauta-se no entendimento de Gil (1999), o qual defende que a pesquisa descritiva tem a finalidade de descrever características de uma população ou fenômenos, enquanto que a pesquisa explicativa transcende a análise descritiva dos fenômenos e busca explicações sobre o porquê de os fenômenos ocorrerem.

Quanto aos procedimentos, a pesquisa classifica-se como longitudinal, uma vez que analisa dados empíricos coletados de várias empresas ao longo de mais de um período. Esta classificação baseia-se no entendimento de Bryman (2008), o qual defende que a modalidade

longitudinal é aquela que realiza repetidas observações transversais (*cross-sections*) ao longo de diferentes períodos de tempo.

A abordagem dada ao problema desta pesquisa é a dedutiva, pois, a partir da revisão da literatura e dos pressupostos teóricos do papel desempenhado pelos *covenants* contábeis nos conflitos de agência e em ambientes de incerteza quanto ao desempenho futuro, foram desenvolvidas hipóteses sobre potenciais fatores que direcionam a utilização de *covenants* contábeis no mercado de debêntures brasileiro. Posteriormente, estas hipóteses foram testadas frente às observações empíricas realizadas e cotejadas com o exposto na literatura teórica e empírica.

Esta classificação segue o entendimento de Bryman (2008), o qual defende que a abordagem dedutiva é realizada por meio de um ciclo que se inicia com aquilo que já é conhecido sobre o tema, isto é, a teoria preexistente. Com base nisto, formulam-se hipóteses que são testadas pela análise dos dados coletados. Por fim, faz-se uma revisão da teoria utilizada como base, de acordo com os resultados da pesquisa.

3.2 AMOSTRA E PERÍODO DA PESQUISA

A amostra analisada nesta pesquisa empírica é composta pelas empresas de capital aberto, não financeiras, que emitiram debêntures de oferta pública destinada ao público em geral ou para distribuição com esforços restritos, entre os anos de 2010 e 2015. Foram selecionadas apenas as empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa) devido à disponibilidade de dados destas empresas, o que foi fator elementar para a mensuração operacional das hipóteses relacionadas às características das empresas.

A utilização das debêntures, em detrimento aos demais títulos de dívida emitidos ao público (notas promissórias, *commercial papers* e letras de câmbio comerciais), justifica-se pelo fato de elas possuírem maturidade de médio e longo prazo. Isto torna plausível a necessidade de monitoramento e inclusão de *covenants* contábeis para os credores mitigarem o risco das debêntures.

Destaca-se que a análise das debêntures ao invés dos empréstimos/financiamentos decorre do fato de as escrituras de debêntures serem informações públicas, o que viabiliza o acesso aos

dados sobre as características da dívida e às cláusulas restritivas utilizadas.

A opção pela restrição da amostra às empresas não financeiras justifica-se pelo fato de as debêntures emitidas pelas instituições financeiras possuírem características significativamente diferentes das emitidas pelas demais empresas, sobretudo em relação ao montante de captação. Além disto, as instituições financeiras possuem características de risco de crédito diferenciadas das demais empresas, o que provocaria distorções nas análises e interpretações dos resultados.

A justificativa para o início do corte temporal no ano de 2010 justifica-se por conta de a harmonização do padrão contábil brasileiro ao padrão internacional (*International Financial Reporting Standard* - IFRS) ter se tornada obrigatória para as empresas de capital aberto no ano de 2010.

Este processo provocou mudanças estruturais na utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas ao público geral, sobretudo em sua proporção em relação aos *covenants* não contábeis (BEIRUTH, 2015). Por conta disto, a comparação entre emissões realizadas antes e após a harmonização às IFRS poderia conter o viés da redução de uso de cláusulas contábeis decorrentes da alteração do padrão contábil.

Na Tabela 1 é apresentada a composição da amostra da pesquisa a partir dos critérios de seleção das debêntures objeto de estudo. Destaca-se, ainda, que, após a aplicação dos critérios de seleção dos títulos de dívida, 26 debêntures foram retiradas da análise por conta de não estarem disponíveis para *download*, apresentarem arquivo com informações danificadas ou terem tido o processo de emissão cancelado.

Tabela 1 – Composição da amostra da pesquisa

Etapa de seleção da amostra	Quantidade
Total de debêntures elaboradas entre 2010 e 2015*	1380
(-) Debêntures emitidas por empresas não listadas na BM&FBovespa	(930)
Subtotal	450
(-) Debêntures emitidas por empresas do setor financeiro (De acordo com a classificação da Economatica)	(72)
Subtotal	378
(-) Debêntures não disponíveis para <i>download</i>	(21)
(-) Debêntures canceladas	(1)
(-) Arquivo de escritura incompleto ou ilegível	(4)
Amostra final	352

Nota: * Debêntures registradas na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP)

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Sistema Nacional de Debêntures (SND) (2016).

De acordo com as informações apresentadas na Tabela 1, a partir destes critérios de seleção da amostra, foram identificadas 352 debêntures válidas para a análise de dados. Estas debêntures foram emitidas por 151 empresas diferentes. Deste total, 55 (16%) foram na modalidade de emissão aberta ao público em geral, e 297 (84%) foram na modalidade de esforços restritos, em que as debêntures são emitidas a um grupo limitado de investidores qualificados e previamente identificados.

Destaca-se, no entanto, que, para a análise de regressão logística, esta amostra final foi, ainda, ajustada à disponibilidade dos dados necessários para a aplicação desta técnica estatística. Na seção 4.3 é apresentada a amostra ajustada que foi utilizada para esta análise.

3.3 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA

Esta seção tem por objetivo apresentar as hipóteses testadas nesta pesquisa. As hipóteses foram divididas em três perspectivas de análise: (a) características econômicas da empresa emissora da dívida; (b) governança corporativa da empresa emissora da debênture; e, (c) características da dívida.

3.3.1 Características econômicas da empresa emissora da dívida

Esta subseção tem por objetivo apresentar as hipóteses formuladas com base nas características econômicas e financeiras da firma que potencialmente afetam a avaliação de risco pelos credores e, conseqüentemente, podem influenciar a demanda dos credores por *covenants* contábeis nas debêntures. Estas características influenciam os conflitos de agência que podem ocorrer entre a empresa e seus credores, bem como se relacionam com a incerteza quanto ao desempenho econômico futuro da empresa emissora da dívida.

3.3.1.1 Tamanho da empresa emissora de debêntures

Grandes empresas geralmente possuem uma relação mais intensa com o mercado financeiro do que as pequenas e médias. Conseqüentemente, grandes empresas tendem a possuir maior reputação no mercado financeiro, têm maior confiança dos credores (MALITZ, 1986; MOIR; SUDARSANAM, 2007), bem como possuem mais informações públicas disponíveis aos debenturistas (MALITZ, 1986; LIN et al., 2011).

Isto tende a reduzir os conflitos de agência relacionados à assimetria informacional, bem como faz com que os benefícios econômicos gerados pela utilização de cláusulas restritivas seja menor (MALITZ, 1986).

Adicionalmente, grandes empresas geralmente possuem maior diversificação em suas linhas de negócio. Isto faz com que o risco de a empresa entrar em dificuldades financeiras diminua, pois a sua diversificação permite que, em caso de insucesso de algumas linhas, as outras linhas possam estabilizar a situação financeira dela (TITMAN; WESSELS, 1988; EL-GAZZAR; PASTENA, 1991; RAJAN; ZINGALES, 1995).

Ademais, grandes empresas geralmente têm maior quantidade de ativos que podem ser liquidados para o pagamento das dívidas, caso ocorram dificuldades financeiras para ela liquidar a dívida durante o curso normal dos negócios (EL-GAZZAR; PASTENA, 1991).

Diante destes argumentos, conclui-se que empresas maiores apresentam menor risco ao credor do que pequenas e médias empresas. Isto tende a reduzir a necessidade de utilização de *covenants* contábeis à medida que o tamanho da empresa se eleve. Assim, tem-se que:

Hipótese 1: Debêntures emitidas por empresas maiores apresentam menor probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Destaca-se, no entanto, que Silva, Saito e Barbi (2013) não encontraram evidências de relação entre tamanho da empresa e a quantidade de *covenants* contratuais utilizados nas debêntures emitidas no Brasil.

Como *proxy* para o tamanho da empresa, foi utilizado o logaritmo natural do valor do Ativo Total da empresa.

3.3.1.2 Oportunidades de crescimento

Firmas com elevadas taxas de crescimento possuem uma parcela significativa do seu valor derivado de expectativas de retornos futuros e não do preço pelo qual seus ativos poderiam ser liquidados em caso de dificuldades financeiras. Isto eleva os conflitos de agência relacionados à falência destas empresas (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Logo, esta característica pode elevar a demanda dos credores pela utilização de *covenants* contábeis para minimizar estes conflitos.

Por outro lado, Nash, Netter e Poulsen (2003) argumentam que empresas com maiores oportunidades de crescimento podem oferecer mais resistência à utilização de *covenants* devido à restrição que eles impõem à flexibilidade financeira. Esta restrição pode fazer com que estas empresas tenham custos de oportunidade maiores do que os benefícios obtidos com a utilização de cláusulas restritivas.

Este argumento possui maior relevância quando se trata da utilização de *covenants* do tipo contábeis, pois eles envolvem indicadores contábeis que atribuem limitações financeiras superiores às cláusulas não contábeis. Consequentemente, empresas com maior oportunidades de crescimento tendem a utilizar mecanismos alternativos para controlar o risco dos credores, tal como a captação de repetidos empréstimos/financiamentos de curto prazo (NASH; NETTER; POULSEN, 2003).

Esta premissa é corroborada pelos resultados obtidos por Silva, Saito e Barbi (2013), os quais indicaram que as empresas utilizam menor quantidade de cláusulas restritivas, nas debêntures, quando apresentam maior nível de opções de crescimento.

De acordo com estes argumentos teóricos divergentes, assume-se que o efeito das oportunidades de crescimento sobre a utilização de *covenants* contábeis seja uma questão de análise empírica. Assim,

optou-se por testar empiricamente as duas possibilidades teóricas sobre a utilização de *covenants* contábeis:

Hipótese 2a: Debêntures emitidas por empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Hipótese 2b: Debêntures emitidas por empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentam menor probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Destaca-se que ambas as hipóteses são formuladas com a premissa de que as oportunidades de crescimento influenciam significativamente o uso de *covenants* contábeis, porém em sentidos opostos (ou aumentam ou reduzem a probabilidade).

Assim, é possível que ambas as hipóteses sejam rejeitadas, caso não seja constatada relação estatisticamente significante entre o crescimento e a presença de *covenants* contábeis, porém não é possível que ambas sejam aceitas.

Como *proxy* para as oportunidades de crescimento da empresa, foi utilizado o crescimento (decrecimento) médio da receita operacional líquida da empresa nos dois anos anteriores à data de emissão da debênture.

3.3.1.3 Nível de endividamento

Empresas com elevado nível de endividamento apresentam maior probabilidade de apresentar dificuldades financeiras (MALITZ, 1986; GRAHAM; LI; QIU, 2008). Isto eleva os potenciais conflitos de agência da dívida, pois torna mais vantajosa a transferência de riqueza dos credores para os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977; GAVISH; KALAY, 1983; CITRON, 1995).

Consequentemente, se elevam as chances da execução de práticas de pagamento de dividendos excessivos, subinvestimentos e elevação do risco dos investimentos (GAVISH; KALAY, 1983).

Diante deste contexto, pode-se inferir que os credores de empresas mais endividadas tendam a sentir-se mais incentivados a demandarem proteção adicional ao capital fornecido, o que tende a resultar em uma maior exigência de *covenants* contábeis na emissão de títulos de dívida. Assim, tem-se que:

Hipótese 3: Debêntures emitidas por empresas com maiores níveis de endividamento apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Para as debêntures emitidas no Brasil, Silva, Saito e Barbi (2013) constataram que o nível de endividamento da firma não afeta a quantidade de cláusulas restritivas gerais utilizadas por elas.

O endividamento da empresa foi mensurado pela razão entre o Passivo Exigível Total (soma das obrigações de curto e longo prazos) e o Ativo Total da empresa emissora de debêntures.

3.3.1.4 Rentabilidade da empresa tomadora de recursos

Empresas com maior rentabilidade geralmente são economicamente mais estáveis e possuem menor propensão à falência (GRAHAM; LI; QIU, 2008; LIN et al., 2011), o que pode elevar a preferência dos credores para o fornecimento de crédito (VALLE, 2008).

Como implicação deste menor risco de falência tem-se a redução dos potenciais conflitos de agência derivados dela, bem como os credores podem ter uma menor demanda pela utilização de cláusulas restritivas para proteção do capital fornecido. Assim, tem-se que:

Hipótese 4: Debêntures emitidas por empresas mais rentáveis apresentam menor probabilidade de conter *covenants* contábeis.

A rentabilidade da empresa foi operacionalizada por meio da razão entre o EBITDA e o Ativo Total da empresa. Optou-se pela utilização do EBITDA por conta da constatação de Silva (2008) de que a maioria dos *covenants* contábeis leva o EBITDA na sua formulação. Logo, há indícios de que este indicador de resultado é percebido como o de maior relevância para os credores mensurarem o risco econômico, no contexto institucional das debêntures emitidas no Brasil.

3.3.1.5 Variabilidade dos resultados

Fluxos de caixa altamente instáveis podem diminuir a precisão das projeções realizadas pelos credores sobre o desempenho futuro da empresa tomadora de recursos (DEMERJIAN, 2014). Como consequência, há maior incerteza sobre a capacidade de a empresa tomadora de recursos possuir capacidade financeira de liquidar a sua dívida ao final do contrato de empréstimo.

Além disto, empresas com maior variação dos resultados apresentam maior potencial de conflitos de agência devido à maior incerteza quanto à estimação do risco de dificuldades financeiras (TOY et al., 1974; LIN et al., 2011)

Neste contexto, a utilização de *covenants* contábeis pode minimizar os efeitos negativos desta incerteza existente no momento da contratação da dívida, pois eles garantem ao credor o direito de renegociar o empréstimo em situações de deterioração das condições financeiras da empresa. Assim, tem-se que:

Hipótese 5: Debêntures emitidas por empresas com maior variabilidade dos resultados apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Foi utilizada como *proxy* para a variabilidade dos resultados o desvio padrão do EBITDA (escalonado pelo Ativo Total) gerado nos cinco anos anteriores à emissão da debênture.

3.3.2 Governança corporativa

A partir dos pressupostos desenvolvidos na subseção 2.1.2.3, constata-se que há duas predições alternativas para a influência da estrutura formal de governança corporativa sobre a utilização de *covenants* contábeis: complemento e substituição. Isto é, uma estrutura de governança de maior qualidade pode tornar a gestão da empresa mais incentivada a oferecer *covenants* para a proteção dos credores, ou poderia se tornar um mecanismo substituto ao risco de crédito, o que reduz a utilização de *covenants* contábeis.

Por conta desta influência ser uma questão em aberto, optou-se, nesta pesquisa, em se dividir o conceito geral de governança corporativa em dois mecanismos internos comumente investigados na literatura econômica, os quais, nomeadamente são: estrutura de propriedade; e, independência do conselho de administração.

Estas duas variáveis foram selecionadas devido a serem elementos-chave do alinhamento de interesses entre acionistas, gestores e credores. Com isto, pode-se ter um entendimento mais preciso sobre como os credores e gestores interpretam a relação custos *versus* benefícios da utilização de *covenants* contábeis.

3.3.2.1 Estrutura de propriedade (Concentração de propriedade)

No tocante à estrutura de propriedade, Claessens e Fan (2002) relatam que a concentração de propriedade pode implicar em benefícios organizacionais à empresa, uma vez que quanto maior a participação do acionista controlador, maior tende a ser o comprometido dele com o desempenho da organização.

Esta situação é denominada efeito alinhamento devido ao fato de implicar em um maior alinhamento de interesses dos acionistas majoritários com os demais investidores da organização. Na prática, este benefício se materializa quando o acionista controlador utiliza o seu poder político de controle da organização para tomar decisões que aumentem o valor da firma, ao invés de expropriar riqueza dos demais investidores (CLAESSENS; FAN, 2002).

Além disto, à medida que a concentração de propriedade do acionista controlador aumenta, tende a ocorrer a minimização dos conflitos de interesse entre administradores e acionistas, pois há maior incentivo para o acionista controlador monitorar as ações desenvolvidas pelos gestores (VILLALONGA; AMIT, 2006).

Consequentemente, este efeito alinhamento pode ser refletido em um menor risco ao capital fornecido pelos credores, o que pode reduzir a demanda dos credores por *covenants* contábeis para a proteção do capital fornecido. Assim, tem-se que:

Hipótese 6a: Debêntures emitidas por empresas com maior concentração de propriedade do acionista controlador apresentam menor probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Por outro lado, a maior participação dos acionistas controladores no capital da firma pode torna-los mais incentivados a aceitarem a utilização de cláusulas restritivas nos contratos de dívida. Isto pode ocorrer devido aos benefícios proporcionados à geração de valor da firma por meio do uso de cláusulas restritivas, os quais se materializam principalmente por meio da redução do custo de captação de recursos. Assim, tem-se que:

Hipótese 6b: Debêntures emitidas por empresas com maior concentração de propriedade do acionista controlador apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Destaca-se que ambas as hipóteses (H6a e H6b) são formuladas com a premissa de que a concentração de propriedade influencia significativamente o uso de *covenants* contábeis, porém em sentidos

opostos (ou aumenta ou reduz a probabilidade). Assim, é possível que ambas as hipóteses sejam rejeitadas, caso não seja constatada relação estatisticamente significativa, porém não é possível que ambas sejam aceitas.

A concentração de propriedade foi mensurada pelo percentual total de ações (ordinárias e preferenciais) de propriedade do acionista controlador (ou grupo de acionistas controladores, quando houver). Nas situações em que inexistia um acionista controlador formalmente definido, foi utilizado o percentual de propriedade do maior acionista com direito a votos.

3.3.2.2 Independência do conselho de administração

Partindo-se da premissa de que a utilização de *covenants* contábeis gera restrições à flexibilidade financeira das organizações (NASH; NETTER; POULSEN, 2003; BILLET; KING; MAUER, 2007) e complementando-a aos argumentos da teoria da agência de que o conselho de administração é o órgão responsável pelo monitoramento da ação dos gestores (FAMA; JENSEN, 1983) e alinhamento de interesses entre acionistas e gestores (SILVEIRA, 2004), pode-se inferir que quanto mais ativa for a atuação do conselho, mais focada tende a ser a atuação dos gestores na maximização do valor da firma.

Neste sentido, Fama (1980) e Fama e Jensen (1983) argumentam que conselhos de administração compostos proporcionalmente por mais membros externos à organização aumentam a efetividade do conselho de administração em executar as suas atividades. Isto se justifica devido a estes diretores apresentarem menor probabilidade de concordar com os gestores da empresa em decisões que possam prejudicar os interesses dos investidores.

Tomado o papel desempenhado pelo conselho de administração em conjunto com os argumentos teóricos de Fama (1980) e Fama e Jensen (1983), espera-se que empresas com conselhos de administração proporcionalmente mais independentes desenvolvam relações mais transparentes com os credores. Consequentemente, este cenário pode refletir em um menor risco para os credores, o que pode substituir ou reduzir a utilização de *covenants* contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 7a: Debêntures emitidas por empresas que possuem conselhos de administração proporcionalmente compostos com maior

independência apresentam menor probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Por outro lado, a maior independência do conselho de administração pode promover um incentivo à utilização de *covenants* contábeis, uma vez que eles podem se refletir em benefícios econômicos à firma. Esta hipótese é ainda mais relevante nas situações em que a empresa é administrada por um gestor com pouca participação no capital dela, pois ele pode evitar a utilização destas cláusulas restritivas para impedir a imposição de restrições à flexibilidade financeira das decisões administrativas dele. Assim tem-se que:

Hipótese 7b: Debêntures emitidas por empresas que possuem conselhos de administração proporcionalmente compostos com maior independência apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Destaca-se que ambas as hipóteses (H7a e H7b) são formuladas com a premissa de que a independência do conselho de administração influencia significativamente o uso de *covenants* contábeis, porém em sentidos opostos (ou aumenta ou reduz a probabilidade). Assim, é possível que ambas as hipóteses sejam rejeitadas, porém não é possível que ambas sejam aceitas.

A independência do conselho de administração foi mensurada pela razão entre o número de membros independentes à gestão da empresa e o número total de membros que compõem o conselho de administração. A classificação dos conselheiros como independentes se baseou na identificação realizada pelas empresas no Formulário de Referência.

3.3.3 Características da dívida

Foram selecionados quatro características da dívida para serem testadas nesta pesquisa como explicativas para a utilização de *covenants* contábeis nas debêntures: prazo de maturidade do título, tipo da oferta de debênture, montante da proposta de captação de recursos e tipo de garantia da dívida.

3.3.3.1 Maturidade da dívida

A maturidade da dívida refere-se ao prazo de resgate ou liquidação da dívida. Dívidas com prazos mais longos envolvem um

nível maior de incerteza quanto ao desempenho futuro da empresa. Consequentemente, têm-se um maior risco de inadimplência (EL-GAZZAR; PASTENA, 1991). Assim, os credores podem sentir-se mais incentivados a exigir *covenants* contábeis para reduzir os efeitos negativos desta incerteza sobre a relação de crédito.

De forma complementar, Nash, Netter e Poulsen (2003) argumentam que os credores podem negociar as dívidas com prazos mais curtos como mecanismos substitutos à utilização de cláusulas restritivas. Isto ocorre porque o prazo mais enxuto diminui os principais conflitos de agência entre acionistas e credores, o que diminui o risco ao qual os credores estão expostos.

Esta substituição de utilização de cláusulas restritivas por mecanismos alternativos de controle dos conflitos de agência é utilizada sobretudo por empresas com elevadas oportunidades de investimento ou com elevadas dificuldades financeiras. Isto ocorre, pois a restrição à flexibilidade financeira imposta pelos *covenants* às empresas nestas condições poderia gerar custos de oportunidade superiores aos benefícios que eles gerariam a elas (redução do custo da dívida) (NASH; NETTER; POULSEN, 2003).

Por fim, destaca-se que Silva, Saito e Barbi (2013) confirmaram empiricamente que as empresas brasileiras utilizam debêntures de curto prazo como um mecanismo substituto às cláusulas restritivas gerais para mitigar os conflitos de agência. Assim, tomados estes argumentos em conjunto, formula-se a Hipótese 8:

Hipótese 8: Debêntures emitidas com prazos de maturidade mais longos apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

A maturidade da dívida foi medida pelo número de meses entre a data de emissão da debênture e a data de vencimento do título. Quando a debênture possuía mais de uma série, foi utilizada a data de vencimento da série mais longa.

A justificativa para este critério é de que os *covenants* terão vigência durante o prazo de duração da dívida e são válidos para todas as séries. Assim, o prazo da série mais longa é o prazo de vigência da restrição à flexibilidade financeira que a empresa está sujeita.

3.3.3.2 Debênture emitida com esforços restritos

O mercado brasileiro de debêntures passou a permitir que as empresas colocassem suas debêntures a venda para um grupo restrito de

investidores previamente identificados. Esta é uma modalidade alternativa à opção tradicional de emissão de debêntures em que as empresas realizam ofertas de seus títulos ao público em geral.

Como implicação desta nova modalidade, tem-se uma maior concentração dos investidores e, conseqüentemente, maior facilidade de renegociação das dívidas. Isto pode reduzir os custos de renegociação da dívida em caso de violação técnica. Como consequência, pode-se reduzir, ao menos parcialmente, a eventual resistência que as empresas têm de utilizarem *covenants* contábeis nestes títulos. Assim, poderia haver maior propensão à utilização destas cláusulas restritivas nesta modalidade de dívida.

Além disto, tem-se o requisito de que os investidores buscados pelas empresas emissoras devem ser investidores qualificados. Isto implica que estes investidores tendem a possuir maior sofisticação na análise de risco e maior capacidade de monitoramento da organização do que os demais investidores dos títulos emitidos ao público em geral. Como consequência, estes investidores podem ser mais ativos nas suas exigências de mecanismos de proteção ao crédito fornecido.

Estas exigências podem, ainda, ser intensificadas pelo fato de as empresas terem de contatar os potenciais compradores de forma antecipada. Conseqüentemente, estes investidores podem aproveitar o diálogo previamente realizado para impor as suas exigências em termos de *covenants* para adquirir os títulos emitidos pela empresa. Assim, tomados estes argumentos em conjunto, tem-se que:

Hipótese 9: Debêntures do tipo distribuição com esforços restritos apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Foi utilizada uma variável *dummy* para diferenciar as debêntures emitidas a um grupo restrito de investidores qualificados (distribuição com esforços restritos) das debêntures ofertadas ao público geral. Foi atribuído valor 1 (um) quando a debênture era do tipo com esforços restritos e zero, caso contrário.

3.3.3.3 Tipo de garantia

A garantia real é a mais forte dentre as garantias possíveis de se oferecer aos credores em uma emissão de debêntures. Por meio desta modalidade de garantia, há maior probabilidade de o credor recuperar o capital fornecido, caso ocorra a falta de pagamento da dívida por parte da empresa.

Ademais, tem-se que os *covenants* representam uma garantia adicional aos credores, em complemento às garantias comumente solicitadas nas contratações de dívida (SILVA, 2008). Consequentemente, a proteção por meio de garantia real pode atuar como um mecanismo substituto à utilização de *covenants* contábeis para proteção aos credores. Assim, tem-se que:

Hipótese 10: Debêntures que oferecem garantia real apresentam menor probabilidade de conter *covenants* contábeis.

3.3.3.4 Montante da dívida

A justificativa para a inclusão do montante da proposta de captação de recursos como uma potencial variável explicativa para a utilização de *covenants* contábeis seguiu a lógica de que quanto maior o montante da dívida contratada, maior é o potencial prejuízo dos credores em caso de dificuldades financeiras da empresa emissora da dívida para o pagamento da dívida.

Complementarmente, ocorre que a elaboração das cláusulas contratuais de monitoramento implica em custos. Assim, emissões de dívidas com valores baixos podem ser negociadas com maior simplicidade nos termos contratuais devido aos custos relacionados à elaboração dos contratos e verificação das métricas utilizadas como *covenants* contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 11: Quanto maior o montante da oferta de debêntures, maior a probabilidade de as debêntures conter *covenants* contábeis.

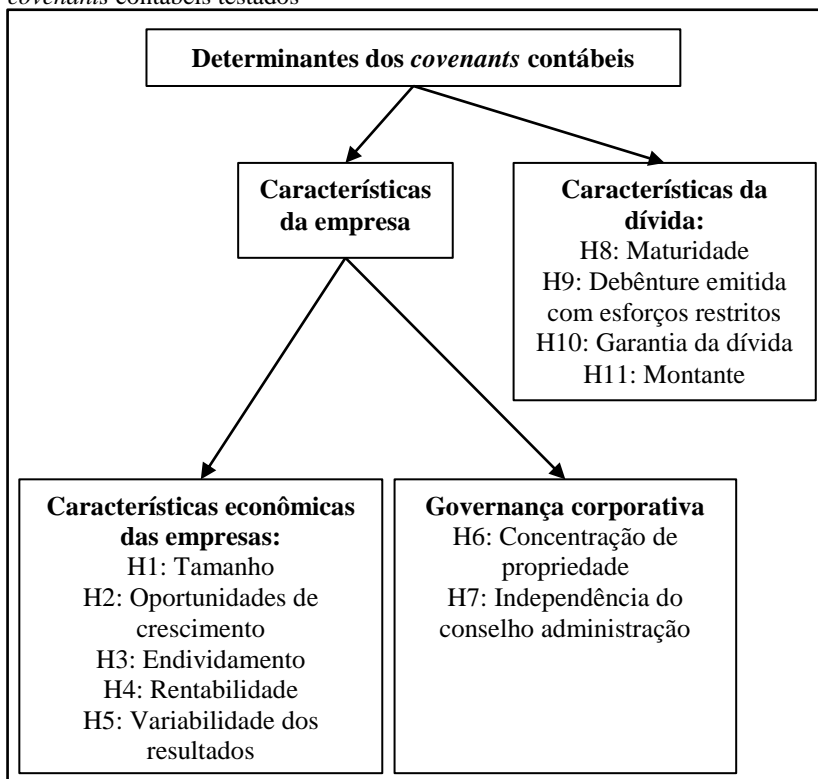
O valor total de emissão da dívida foi mensurado de acordo com o montante máximo ofertado na escritura de debênture. Quando a debênture foi emitida em mais de uma série, os valores das séries foram somados para se computar o valor total da oferta de debêntures.

Para o uso no modelo econométrico, foi utilizado o logaritmo natural do montante da oferta de debêntures.

3.3.4 Síntese das hipóteses de pesquisa

Na Figura 3 são apresentadas resumidamente as hipóteses a serem testadas nesta pesquisa.

Figura 3 – Síntese dos potenciais fatores explicativos para a utilização de *covenants* contábeis testados



Fonte: Elaborado pelo autor.

A forma de mensuração das variáveis utilizadas nestas hipóteses é apresentada na subseção 3.4, no Quadro 2.

3.4 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA

No Quadro 2 é apresentado como as variáveis dependente e independentes foram mensuradas para a sua operacionalização nesta pesquisa, bem como as fontes dos dados coletados para cada variável.

Destaca-se que as informações sobre as debêntures emitidas (*covenants* contábeis, prazo de maturidade e tipo de emissão) foram coletadas diretamente da leitura dos prospectos e escrituras de oferta

pública de debêntures, disponíveis no sítio eletrônico do Sistema Nacional de Debêntures (SND). Este sistema de registros é mantido pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e compreende todas as emissões de debêntures efetuadas no mercado nacional.

Quadro 2 – Definições operacionais das variáveis da pesquisa

Variável	Tipo da variável	Perspectiva de análise	Método de mensuração	Fonte dos dados
Utilização de <i>covenant</i> contábil (COV)	Dependente	-	Variável binária (<i>dummy</i>) que assume valor 1 se a debênture possuir ao menos um <i>covenant</i> contábil; e valor 0, caso contrário.	Escrituras e prospectos de debêntures.
Tamanho (TAM)	Interesse	Características econômicas da firma	Logaritmo natural do valor do Ativo Total	Economatica® e DFP arquivadas na CVM.
Oportunidades de crescimento (CRES)	Interesse	Características econômicas da firma	Média da variação da receita líquida dos últimos três anos: $(Receita_{líquida_{it}} / Receita_{líquida_{it-2}}) / 2$	Economatica® e DFP arquivadas na CVM.
Rentabilidade (RENT)	Interesse	Características econômicas da firma	EBITDA escalonado pelo Ativo total médio: $EBITDA_t / ((Ativo_{t-1} + Ativo_t) / 2)$	Economatica® e DFP arquivadas na CVM.
Variabilidade dos resultados (VOL)	Interesse	Características econômicas da firma	Desvio padrão do EBITDA (escalonado pelo Ativo Total) dos cinco anos anteriores à data da emissão da dívida.	Economatica® e DFP arquivadas na CVM.

Variável	Tipo da variável	Perspectiva de análise	Método de mensuração	Fonte dos dados
Concentração de propriedade (CONC)	Interesse	Governança corporativa	Percentual total de ações (ON e PN) que o acionista controlador (ou maior acionista) possui.	Formulário de Referência item 15.1/2
Maturidade (MAT)	Interesse	Características da dívida	Quantidade de meses entre a data de emissão da debênture e a data final de resgate da dívida.	Escrituras e prospectos de debêntures.
Emissão de debênture na modalidade de esforços restritos (DEB)	Interesse	Características da dívida	Variável binária (<i>dummy</i>) que assume valor 1 se a debênture for emitida a um grupo restrito de investidores; e valor 0, caso ela seja uma oferta pública de debêntures.	Escrituras e prospectos de debêntures.
Montante (MONT)	Interesse	Características da dívida	Logaritmo natural do valor total da proposta de emissão de debêntures	Escrituras e prospectos de debêntures.
Modalidade de garantia (REAL)	Interesse	Características da dívida	Variável binária que assume valor 1 se a debênture apresentar garantia real, e 0 caso contrário.	Escrituras e prospectos de debêntures.

Legenda: EBITDA: Lucro antes dos juros, tributos, depreciação e amortização (*Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*); DFP: Demonstrações Financeiras Padronizadas; ON: ações ordinárias; PN: ações preferenciais; CVM: Comissão de Valores Mobiliários.

Nota: As variáveis mensuradas em valores monetários foram inflacionadas (ajustadas pela inflação) para a data de 31 de outubro de 2016, pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável dependente deste estudo se refere à utilização de *covenants* contábeis nas debêntures e é mensurada pela identificação da presença ou ausência de *covenants* contábeis nestes títulos. A identificação dos *covenants* contábeis seguiu a definição de Ramsay e Sidhu (1998), os quais os definem como as cláusulas restritivas que são baseadas em números ou indicadores contábeis.

Assim, de modo geral, foram considerados como *covenants* contábeis todos aqueles que envolverem alguma métrica que tem como origem os relatórios financeiros das empresas, ou que utilizem conceitos contábeis para a mensuração dos limites financeiros.

Algumas cláusulas restritivas específicas, tal como as restrições ao pagamento de dividendos, venda de ativos, compra de ações, dentre outras, não apresentam consenso na literatura sobre a sua classificação em contábil ou não contábil.

Nesta dissertação, estas situações foram tratadas da seguinte maneira: se a restrição for apenas uma limitação à ação, tal como, por exemplo, a proibição do pagamento de dividendos, ela foi tratada como não contábil, pois não envolve dados contábeis. Por outro lado, se a restrição for condicionada a um determinado valor ou métrica que utilize dados contábeis, tal como, por exemplo, a proibição de pagamento de dividendos acima do lucro do período, ela foi tratada como contábil devido ao fato de utilizar dados contábeis para a sua verificação.

As cláusulas de restrição à venda de ativos e redução do patrimônio líquido não foram tratadas como *covenants* contábeis. A justificativa para esta escolha metodológica é a manutenção do alinhamento à classificação de Ramsay e Sidhu (1998) e maior aproximação do tratamento utilizado por Christensen (2012) e Nikolaev e Demerjian (2014)¹³.

Destaca-se, ainda, que este tratamento metodológico apresenta compatibilidade com a prática adotada nas escrituras de debêntures analisadas. Especificamente, foi observado que

¹³ Christensen e Nikolaev (2012) e Demerjian (2014) não consideram qualquer forma de restrição ao pagamento de dividendos como um *covenant* contábil, enquanto Ramsay e Sidhu (1998) consideram.

geralmente são denominados como “*covenants* financeiros” somente os indicadores que a empresa deve manter ao longo da dívida e não as restrições à venda de ativos ou redução do capital social.

Para ilustrar o procedimento metodológico adotado para a identificação dos *covenants* contábeis, são apresentados no Quadro 3 exemplos ilustrativos de algumas métricas incluídas nesta classificação, sem a finalidade de esgotar todas as métricas possíveis.

Quadro 3 – Exemplos de *covenants* contábeis

Tipo de <i>covenant</i>	Classes de <i>covenants</i> contábeis	
	<i>Performance covenants</i>	<i>Capital covenants</i>
<i>Covenants</i> contábeis	Índice de cobertura de juros Índice de cobertura da dívida Geração de EBITDA Índice de cobertura da dívida pela geração de caixa Relação da dívida geral por EBITDA Índice de dívida específica por EBITDA	Liquidez corrente Liquidez seca Índice de endividamento Índice de alavancagem Relação entre dívida e ativos imobilizados Manutenção de um limite mínimo de capital social Endividamento total de dívidas de natureza específica

Fonte: Adaptado de Christensen e Nikolaev (2012).

Complementarmente, é apresentado no Quadro 4 a classificação original utilizada por Ramsay e Sidhu (1998) para a identificação dos *covenants* contábeis, a qual foi tomada como base nesta pesquisa.

Quadro 4 – Classificação de Ramsay e Sidhu (1998) para os *covenants* contábeis

Tipo de <i>covenant</i>	Formulação da restrição financeira
<i>Covenants</i> contábeis	<p>Limite ao total da dívida</p> <p>Dívida segurada</p> <p>Cobertura de juros</p> <p>Índices de liquidez</p> <p>Limite mínimo ao montante do Patrimônio Líquido</p> <p>Manutenção de um determinado percentual de ativos tangíveis</p> <p>Manutenção de um índice mínimo de geração de EBITDA</p> <p>Limite máximo ao pagamento de dividendos a um percentual do EBITDA</p> <p>Contribuição de um valor mínimo para os custos de construção de <i>joint ventures</i></p> <p>Valor contábil de ativos dados em garantia deve ser maior do que o montante da dívida</p> <p>Fluxo de caixa operacional / despesas financeiras</p> <p>Ativo bruto de subsidiárias irrelevantes limitado a um determinado percentual do ativo total do grupo econômico</p> <p>Limite ao montante de gastos com exploração</p> <p>Limite máximo ao valor contábil dos ativos fixos</p> <p>Limite ao montante investido em linhas de negócio alternativas à atividade principal</p>

Fonte: Adaptado de Ramsay e Sidhu (1998).

3.5 PROCEDIMENTO DE ANÁLISE DOS DADOS

A análise estatística dos dados foi realizada por meio do emprego de regressão logística com dados em painel. Este método se apresenta como o mais adequado para as observações da pesquisa proposta, pois incorpora as observações individuais ao longo da série temporal. Isto permite o controle das variações entre indivíduos (corte transversal) e ao longo do tempo (corte longitudinal) (FÁVERO, 2013).

O modelo econométrico tem como variável explicada (y) a utilização de *covenants* contábeis e, como variáveis explicativas (x), as características da firma e dos títulos. O objetivo do emprego desta ferramenta estatística é modelar a probabilidade da utilização de *covenants* contábeis condicionada aos potenciais fatores explicativos testados nesta pesquisa.

Assim, o emprego deste método indica como a variação dos fatores explicativos testados afeta a probabilidade de um contrato de emissão de debênture conter ao menos um *covenant* contábil. Valores positivos para estes fatores indicam que eles elevam a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis, enquanto que valores negativos representam que o fator reduz a probabilidade de utilização destas cláusulas.

Para a operacionalização do modelo econométrico, as emissões de debêntures foram agrupadas de acordo com o ano em que foram emitidas. Quando uma mesma empresa realizou mais de uma emissão no mesmo ano, os dados foram tratados da seguinte maneira:

a) se as características das debêntures eram semelhantes, tal como a mesma quantidade de *covenants* contábeis utilizados, tipo de debênture e prazo de vencimento, estas debêntures foram somadas e tratadas como uma única emissão de dívida;

b) se não havia semelhança nas características da dívida, foi selecionada apenas a primeira debênture emitida no ano. A utilização da primeira emissão justifica-se por ser o critério que garante aleatoriedade na seleção das emissões, sem embasar o critério de seleção em uma característica da dívida tratada como variável explicativa na análise de dados (por exemplo, montante ou maturidade).

Este procedimento de tratamento das debêntures emitidas em um mesmo ano pela mesma empresa resultou na redução de 32 observações do banco de dados final para análise por meio de regressão logística.

Durante a etapa de identificação dos *covenants* contábeis, foi constatado que algumas destas cláusulas restritivas eram formuladas para o cumprimento por uma entidade contábil diferente da empresa emissora da dívida (tal como a garantidora, fiadora, dentre outras). Nos casos em que a debênture especificava apenas *covenants* contábeis que deveriam ser

atendidos por empresas que não fossem a empresa emissora, optou-se pela não inclusão destas observações nos testes estatísticos, uma vez que características econômicas não observadas no modelo poderiam influenciar a presença destes *covenants*. Este critério implicou na eliminação de 23 observações.

Na especificação do modelo econométrico, as variáveis explicativas representativas de características econômicas das empresas foram incorporadas ao modelo com um ano de defasagem temporal em relação ao ano de emissão da debênture. Quando se tratou de variáveis monetárias de resultado, a tabulação foi feita pelo valor acumulado nos últimos 12 meses. Esta escolha metodológica se baseou na premissa de que os investidores utilizam os dados econômicos de períodos anteriores para avaliar o risco da empresa no momento da emissão da dívida.

Foram também adicionadas ao modelo variáveis binárias (*dummies*) representativas do ano da emissão das debêntures. A utilização destas variáveis teve como objetivo controlar os efeitos de variações no risco de mercado sobre a demanda por *covenants* contábeis. Esta utilização teve como base as constatações de Bradley e Roberts (2015) de que, em momentos de maior risco de mercado, tal como crises financeiras, há maior demanda por cláusulas restritivas em empréstimos/financiamentos.

Por fim, foram adicionadas ao modelo variáveis *dummies* representativas do setor de atuação das empresas emissoras da dívida, uma vez que, durante a análise descritiva dos dados, constatou-se que a utilização de *covenants* contábeis varia significativamente entre os setores econômicos.

Na equação 1 é apresentado o modelo logístico especificado para se modelar a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas emissões de debêntures.

$$\log \left[\frac{\text{prob}(\text{COV}_{i,t})}{1 - \text{prob}(\text{COV}_{i,t})} \right] = \alpha_i + \beta_1 \text{TAM}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CRES}_{i,t-1} + \beta_3 \text{END}_{i,t-1} + \beta_4 \text{RENT}_{i,t-1} + \beta_5 \text{VOL}_{i,t-1} + \beta_6 \text{CONC}_{i,t} + \beta_7 \text{ICA}_{i,t} + \beta_8 \text{MAT}_{i,t} + \beta_9 \text{DEB}_{i,t} + \beta_{10} \text{MONT}_{i,t} + \beta_{11} \text{REAL}_{i,t} + \sum_{k=2015}^{2011} \delta_k \text{ANO}_{k,t} + \sum_{j=1}^{11} \gamma_j \text{SETOR}_{j,i} + u_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

COV: variável binária que representa a presença de ao menos um *covenant* contábil na escritura de debênture i no período t . Assume valor 1 (um) em caso de presença e 0 (zero) em caso de ausência;

TAM: tamanho da empresa i no período t ;

CRES: oportunidades de crescimento da empresa i no período t ;

END: nível de endividamento da empresa i no período t ;

RENT: nível de rentabilidade da empresa i no período t ;

VOL: variabilidade do resultado da empresa i no período t ;

CONC: grau de concentração de propriedade do acionista controlador da empresa i no período t ;

ICA: proporção de membros independentes do conselho de administração da empresa i no período t ;

MAT: prazo de maturidade da debênture emitida pela empresa i no período t ;

DEB: emissão de debênture na modalidade de esforços restritos da empresa i no período t ;

MONT: montante da oferta de debêntures;

REAL: debênture emitida com garantia real;

ANO: ano em que a debênture foi emitida;

SETOR: setor de atuação da empresa i ;

u : termo de erro da regressão.

Os coeficientes padronizados (*betas* – β) gerados para a estimação do modelo descrito na equação 1, fornecem os subsídios para a análise empírica das hipóteses de pesquisa formuladas. Cada hipótese apresentada na seção 3.3 está vinculada a um coeficiente padronizado do modelo.

No Quadro 5 é apresentada a vinculação destas hipóteses ao coeficiente de referência do modelo, bem como o resultado esperado *a priori*, de acordo com a literatura revista e as hipóteses formuladas.

Quadro 5 – Representação das hipóteses da pesquisa no modelo econométrico

Variável	Abreviação	Hipótese	Coefficiente correlacionado	Resultado esperado para o coeficiente beta
Tamanho	TAM	H1	β_1	Sinal negativo
Oportunidades de crescimento	CRES	H2	β_2	Em aberto
Endividamento	END	H3	β_3	Sinal positivo
Rentabilidade	RENT	H4	β_4	Sinal negativo
Variabilidade dos resultados	VOL	H5	β_5	Sinal positivo
Concentração de propriedade	CONC	H6	β_6	Em aberto
Independência do conselho de administração	ICA	H7	β_7	Em aberto
Maturidade	MAT	H8	β_8	Sinal positivo
Emissão de debênture com esforços restritos	DEB	H9	β_9	Sinal positivo
Montante	MONT	H10	β_{10}	Sinal positivo
Debênture com garantia real	REAL	H11	β_{11}	Sinal negativo

Fonte: Elaborado pelo autor.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta a análise de dados desta pesquisa. Ele está dividido em três seções. Na primeira seção são apresentadas as características das debêntures analisadas nesta pesquisa, bem como as características dos *covenants* contábeis presentes nestes títulos de dívida.

Posteriormente, na segunda seção, são apresentadas as penalizações contratuais especificadas para os eventos de violação técnica dos *covenants* contábeis, as quais representam a relevância destas cláusulas restritivas. Por fim, na terceira seção é apresentada a relação entre as características econômicas das empresas, contratuais da dívida e de governança corporativa e a utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS *COVENANTS* CONTÁBEIS UTILIZADOS NAS DEBÊNTURES

Esta seção tem como objetivo apresentar as principais características das debêntures integrantes da amostra desta pesquisa, com enfoque nos *covenants* contábeis utilizados para proteção ao capital fornecido pelos credores. Estes resultados foram observados na etapa metodológica de levantamento dos *covenants* contábeis utilizados nas 352 debêntures analisadas, conforme apresentado na Tabela 1 da seção 3.2.

Na Tabela 2 são apresentadas as principais características das debêntures em relação ao tipo de captação (distribuição com esforços restritos ou oferta ao público em geral), montante, maturidade e tipo de garantia ofertada aos credores.

Tabela 2 – Características das debêntures analisadas

Painel A: quantidade de debêntures por modalidade de emissão

Ano	Tipo: Oferta ao público em geral		Tipo: Distribuição com esforços restritos	
	Fi	Fi (%)	Fi	Fi (%)
2010	9	16%	47	84%
2011	6	10%	55	90%
2012	15	22%	54	78%
2013	14	21%	52	79%
2014	7	13%	48	87%
2015	4	9%	41	91%
Total	55	16%	297	84%

Painel B: Montante e maturidade das captações via debêntures

Tipo da debênture	Maturidade (meses)		Montante (R\$ milhões)	
	Média	DP	Média	DP
Oferta ao público em geral	94	36	896.183	626.767
Distribuição com esforços restritos	64	30	525.209	532.218

Painel C: Tipos de garantias ofertadas nas debêntures

Tipo da garantia	Quantidade de emissões	Fi (%)
Flutuante	11	3,1
Quirografia	291	82,7
Real	41	11,6
Subordinada	9	2,6
Total	352	100

Legenda: Fi: frequência absoluta; Fi (%): frequência relativa; DP: desvio padrão.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 2, constata-se que a principal modalidade de debêntures utilizada para a captação de recursos pelas empresas analisadas é a do tipo distribuição com esforços restritos.

O predomínio da utilização desta modalidade, em relação à modalidade tradicional de dívida ofertada ao público em geral, pode ser explicado pela maior simplicidade dos requisitos a serem atendidos pelas empresas para a emissão desta modalidade de debêntures. Consequentemente, este predomínio pode ser reflexo do menor custo para a emissão das dívidas do tipo com esforços restritos.

Tomados em conjunto os dados apresentados nos painéis A e B da Tabela 2, constata-se que, embora a modalidade de distribuição com esforços restritos seja a predominante, as debêntures de oferta aberta ao público apresentam prazos mais longos e maior volume de captação de recursos.

Uma das possíveis explicações para esta situação é a maior complexidade do processo de emissão de debêntures ofertadas ao público em geral, o qual demanda dívida de montante maior ou mais longa para a diluição dos custos de captação de recursos e, assim, viabilização da captação de recursos nesta modalidade. Ademais, as ofertas do tipo aberta ao público em geral abrangem uma maior quantidade de investidores em potencial, o que também justifica o maior montante de recursos ofertados nesta modalidade.

Adicionalmente aos dados apresentados na Tabela 2, destaca-se que foi constatada a realização de apenas uma emissão de debêntures da classe com conversibilidade da dívida em ações da empresa emissora, a qual foi emitida pela empresa Iochipe-Maxion S.A.. As demais emissões foram da classe simples, a qual não dá direito de conversibilidade da dívida em ações da companhia emissora.

Destaca-se, ainda, que deste total de 352 debêntures analisadas, 24 (7%) são da modalidade debênture incentivada (Lei 12.431/2011). Esta modalidade consiste na concessão de incentivos fiscais sobre os rendimentos obtidos pelos investidores que adquirem estes títulos de dívida, por meio de isenção ou redução da alíquota do Imposto de Renda incidente sobre estes rendimentos.

Na Tabela 3 é apresentada a distribuição das debêntures analisadas de acordo com o setor econômico de atuação da empresa emissora do título de dívida. A classificação setorial utilizada tomou como base a classificação setorial da BM&FBovespa ao nível de subsetores. Posteriormente, alguns setores foram agrupados devido à semelhança de suas atividades. Complementarmente, são apresentadas a maturidade e montante médios das emissões agrupadas pelos setores econômicos.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das debêntures por setor econômico

Setor	Quantidade de debêntures (N)		Empresas emissoras (n)		Maturidade (meses)		Montante (R\$ milhões)	
	Fi	Fi(%)	Fi	Fi(%)	Média	DP	Média	DP
Água e Saneamento	15	4%	5	3%	73	40	676	461
Alimentos e bebidas ^a	11	3%	8	5%	62	25	756	823
Comércio	33	9%	12	8%	63	20	488	324
Construção ^b	45	13%	20	13%	67	26	349	206
Energia Elétrica	99	28%	40	26%	73	33	614	522
Mineração	5	1%	3	2%	60	44	970	455
Petróleo, gás e biocomb.	7	2%	5	3%	101	77	1.656	1.442
Serviços diversos ^c	40	11%	14	9%	59	23	352	225
Siderurgia e Metalurgia	9	3%	4	3%	78	39	678	798
Telecomunic.	8	2%	3	2%	80	14	1.658	1.239
Transporte	62	18%	26	17%	69	41	594	446
Outras indústrias ^d	18	5%	11	7%	56	21	418	381
Total	352	100%	151	100%	69	33	583	563

Legenda: Fi: frequência absoluta; Fi (%): frequência relativa; N: quantidade de observações; n: quantidade de empresas observadas; DP: desvio padrão.

^a: Representa a união dos subsetores de “Alimentos processados” e “Bebidas”.

^b: Representa a união dos subsetores de “Construção e engenharia” e “construção civil”.

^c: Representa os subsetores de prestação de serviços não incluídos nos demais setores.

^d: Representa os subsetores não relacionados com os demais setores.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 3, constata-se que os setores de energia elétrica, transporte e construção foram os setores que realizaram a maior quantidade de emissões de debêntures para captação de recursos financeiros, bem como foram os setores com a maior quantidade de empresas que fizeram uso de debêntures como uma forma de financiamento.

Por outro lado, os setores de mineração, telecomunicações e petróleo, gás e biocombustíveis foram os setores com menor quantidade de emissões de debêntures. Porém, estes setores foram os que apresentaram maior volume médio de captação de recursos por emissão de debêntures, o que indica que a captação de recursos via debêntures nestes setores é concentrada em poucas emissões.

Na Tabela 4 são apresentadas as quantidades de *covenants* contábeis utilizados nas debêntures analisadas. Por meio da soma ponderada da quantidade de *covenants* contábeis identificados em cada debênture, foi obtido um total de 586 *covenants* contábeis, o que equivale a uma média de 1,66 *covenants* contábeis por debênture emitida.

Tabela 4 – Índice de utilização de *covenants* contábeis

Quantidade	Frequência	Porcentagem (%)	Porcentagem acumulada (%)
0	60	17,0	17,0
1	67	19,0	36,0
2	179	50,9	86,9
3	31	8,81	95,71
4	10	2,84	98,55
5	2	0,57	99,32
6	3	0,85	100,0
Total	352	100,0	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da análise dos dados apresentados na Tabela 4, constata-se que aproximadamente 83% das debêntures emitidas pelas companhias abertas listadas na BM&FBovespa contém ao menos uma cláusula restritiva baseada em algum tipo de indicador contábil. Esta situação indica que as informações contábeis desempenham um importante papel de controle da

situação econômica e financeira dos credores no processo de contratação de dívida no mercado de debêntures brasileiro.

Estes resultados indicam que a proporção de debêntures que contêm *covenants* contábeis é elevada e superior à proporção constatada nas demais pesquisas anteriores realizadas em nível internacional¹⁴, exceto para a pesquisa de Demerjian (2014) que teve como amostra os empréstimos/financiamentos estadunidenses. Isto pode ser reflexo da necessidade de oferecimento de maior proteção aos direitos dos credores como forma de compensar a característica institucional brasileira de baixa proteção aos credores. Assim, a elevada proporção de utilização de *covenants* contábeis pode refletir a tentativa de as empresas criarem mecanismos de proteção adicional aos credores para tornar o investimento em debêntures mais atrativo (com menor risco).

Destaca-se, ainda, o caso do título JFEN11 emitido pela empresa João Fortes Engenharia S.A., o qual embora não apresente *covenants* contábeis, contém uma cláusula que determina que o direito a vencimento antecipado da dívida em decorrência de violações dos *covenants* não contábeis somente será garantido se for acompanhado de um parecer técnico emitido por auditores independentes atestando que o evento violado provocou significativas alterações adversas nas condições econômicas e financeiras da empresa. Para que ocorra o vencimento antecipado decorrente da violação destas cláusulas não contábeis, deve-se, ainda, haver a concordância de debenturistas que representem 100% das debêntures em circulação.

Por outro lado, apesar da frequente utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil, nem todas estas cláusulas devem ser atendidas pelas empresas emissoras da dívida. Esta constatação pode ser obtida por meio da análise da Tabela 5, a qual apresenta as entidades contábeis que devem

¹⁴ Especificamente, as pesquisas foram desenvolvida na Inglaterra (CITRON, 1995; MOIR; SUDARSANAM, 2007), Estados Unidos da América (COSTELLO; WITTENBERG-MOERMAN, 2011; DEMERJIAN, 2014; BRADLEY; ROBERTS, 2015), Japão (INAMURA, 2009) e França (ISMAIL, 2014).

cumprir aos *covenants* contábeis especificados nos contratos de emissão de debêntures.

Tabela 5 – Empresa que deve cumprir os *covenants* contábeis

Entidade	Frequência	Porcentagem (%)
Controladora (grupo econômico)	8	1,4
Emissora	514	87,7
Fiadora	29	4,9
Garantidora	33	5,6
Subsidiárias	2	0,4
Total	586	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 5, constata-se que, na prática, cinco entidades contábeis são monitoradas por meio dos *covenants* contábeis especificadas nas debêntures. Além da empresa emissora da dívida, principal entidade controlada por meio das cláusulas contábeis, são formulados limites contábeis para o grupo econômico ao qual a empresa emissora da dívida pertence (controladora), a empresa fiadora da dívida, a empresa que oferece garantia à dívida e às subsidiárias da empresa emissora da dívida.

Por meio da análise qualitativa das características econômicas das empresas e das características contratuais da dívida, foi verificado que a formulação de *covenants* contábeis a serem atendidos pelas empresas emissoras da dívida é a modalidade padrão adotada no mercado de crédito. As demais modalidades são empregadas quando há relevância para os credores monitorarem as demais entidades relacionadas com a empresa emissora da dívida, sendo que estas cláusulas são utilizadas isoladamente ou em conjunto com *covenants* a serem atendidos pela empresa emissora da dívida.

Os *covenants* utilizados para o monitoramento do grupo econômico tendem a ser aplicados quando a emissão é realizada por alguma empresa subsidiária do grupo econômico e a situação econômica ou financeira da empresa emissora da dívida possui uma escala significativamente inferior à situação econômica ou financeira consolidada do grupo.

Esta situação possivelmente é praticada com a finalidade de assegurar que a controladora mantenha sua solidez financeira para eventualmente realizar o pagamento da dívida, uma vez que a cobrança da dívida pelos credores pode estender-se às demais empresas do grupo econômico em caso de incapacidade da empresa emissora liquidar a dívida.

A utilização de *covenants* contábeis para serem cumpridos pelas empresas fiadora e garantidora ocorreu, respectivamente, em alguns casos em que havia uma entidade fiadora e garantidora da dívida. Nestas situações, torna-se relevante para os credores não só a situação econômica e financeira da empresa emissora da dívida, mas, também, das empresas que oferecem garantias aos credores para a hipótese de não pagamento da dívida pela empresa emissora. Com este artifício os credores podem minimizar o risco de as empresas fiadora ou garantidora não terem capacidade econômica ou financeira de assumirem os pagamentos não efetuados pela empresa emissora.

Por fim, o cumprimento de *covenants* contábeis por empresas subsidiárias das empresas emissoras ocorreu quando a subsidiária era uma entidade relevante para a continuidade dos negócios da empresa emissora ou quando o momento de emissão da dívida coincidiu com um processo de negociação para aquisição da subsidiária controlada pelos *covenants*.

Na Tabela 6 é apresentada a proporção de debêntures que utilizam e não utilizam de *covenants* contábeis nas debêntures, comparativamente entre os setores econômicos em que as empresas emissoras atuam.

Tabela 6 – Utilização de *covenants* contábeis entre os setores econômicos

Setor	Utiliza		Não utiliza		Total
	Fi	Fi (%) ^a	Fi	Fi (%) ^a	
Água e Saneamento	15	100%	0	0%	15
Alimentos e bebidas	6	55%	5	45%	11
Comércio	28	85%	5	15%	33
Construção	32	71%	13	29%	45
Energia Elétrica	83	84%	16	16%	99
Mineração	3	60%	2	40%	5
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	43%	4	57%	7
Serviços diversos	38	95%	2	5%	40
Siderurgia e Metalurgia	4	44%	5	56%	9
Telecomunicações	8	100%	0	0%	8
Transporte	57	92%	5	8%	62
Outras indústrias	15	83%	3	17%	18
Total	292	83%	60	17%	352

Nota: ^a Frequência relativa em relação ao setor (total da linha).

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 6, constata-se que a utilização de *covenants* contábeis varia significativamente entre os setores econômicos em que as empresas emissoras de debêntures atuam.

Em relação à presença de *covenants* contábeis, constata-se que na maioria dos setores econômicos há predomínio da utilização de limites a algum indicador contábil para o monitoramento do credor. Os únicos setores em que não houve predomínio da presença de *covenants* contábeis, em relação à ausência, são os de siderurgia e metalurgia, e petróleo, gás e biocombustíveis. Por outro lado, os setores de telecomunicações e água e saneamento apresentaram *covenants* contábeis em todas as debêntures emitidas.

Na Tabela 7 é apresentada a quantidade média de *covenants* contábeis utilizados nas debêntures, comparativamente entre os setores econômicos em que as empresas atuam.

Tabela 7 – Média de *covenants* contábeis por debêntures

Setor	Média	DP	Mediana	(n)	(N)
Água e Saneamento	2,00	0,00	2	5	15
Alimentos e bebidas	0,64	0,67	1	8	11
Comércio	1,27	0,72	1	12	33
Construção	1,44	1,10	2	20	45
Energia Elétrica	1,76	1,20	2	40	99
Mineração	0,60	0,55	1	3	5
Petróleo, gás e biocombustíveis	0,71	0,95	0	5	7
Serviços diversos	2,25	0,98	2	14	40
Siderurgia e Metalurgia	0,56	0,73	0	4	9
Telecomunicações	2,50	0,93	2	3	8
Transporte	1,79	0,85	2	26	62
Outras indústrias	1,89	1,18	2	11	18
Total	1,66	1,07	2	151	352

Legenda: DP: desvio padrão; n: quantidade de empresas que emitiram debêntures no setor; N: quantidade de debêntures (observações).

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao se analisar os dados presentes na Tabela 7, constata-se que os setores em que há maior quantidade média de *covenants* contábeis presentes nas debêntures são nos setores de telecomunicações, serviços, e água e saneamento. Por outro lado, os setores de siderurgia e metalurgia, mineração, alimentos e bebidas, e petróleo, gás e biocombustíveis foram os setores com menor quantidade média de *covenants* contábeis por contrato de emissão de debêntures, sendo que estes setores apresentaram quantidade média inferior a uma cláusula restritiva contábil por debênture emitida.

Outra característica relevante dos *covenants* contábeis utilizados nas debêntures analisadas nesta pesquisa é a periodicidade de verificação do indicador contábil. Na Tabela 8 é apresentada a periodicidade de verificação dos *covenants* especificados nas debêntures analisadas.

Tabela 8 – Período de verificação dos *covenants* contábeis

Período	Frequência	Porcentagem
Trimestralmente	188	64,4
Anualmente	48	16,5
Semestralmente	52	17,8
Anual e trimestral	3	1,0
Semestral e trimestral	1	0,3
Total	292	100,0

Nota: As 60 debêntures que não continham *covenants* contábeis não foram analisadas nesta tabela.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 8, constata-se que a maioria dos *covenants* contábeis é verificada em períodos trimestrais. Esta constatação pode ser explicada pela necessidade de constante acompanhamento dos indicadores contábeis utilizados como cláusulas restritivas para que a função de monitoramento deles seja executada com eficácia.

Assim, quanto menor for o período de verificação do indicador, mais rápida é a capacidade de os credores buscarem soluções às dificuldades financeiras da empresa devedora para saldar a dívida pactuada.

Ao se tratar estritamente do aspecto contábil dos *covenants*, as características mais relevantes são a sua formulação, em termos de tipos de indicadores financeiros utilizados e limites críticos para tornarem-se violados.

Neste sentido, é apresentada na Tabela 9 a classificação dos *covenants* contábeis presentes nas debêntures analisadas, a partir da natureza do indicador contábil utilizado como base. Nesta tabela, os indicadores contábeis utilizados como *covenants* contábeis foram agrupados em seis classes, de acordo com sua natureza.

Os indicadores da natureza “cobertura da dívida” e “cobertura de juros” são indicadores que estimam, respectivamente, a capacidade da entidade gerar caixa para o pagamento do montante das dívidas que possui e para o pagamento do montante das despesas financeiras geradas por estas dívidas. Similarmente, os indicadores da natureza “cobertura do serviço da dívida” estimam a capacidade da

entidade em gerar caixa suficiente para o pagamento agregado do montante da dívida e das despesas financeiras geradas por estas dívidas.

Os indicadores da natureza “endividamento” compreendem os indicadores que mensuram o nível de endividamento da entidade. Os indicadores de “liquidez” são os indicadores que estimam a capacidade da entidade liquidar suas obrigações a partir de ativos que ela possui em uma determinada data. Por fim, os indicadores agrupados na classe “outros” consistem em limites ao pagamento de dividendos (10 observações) ou outros indicadores de natureza variada e que não pertencem às classes mencionadas anteriormente.

Tabela 9 – Natureza dos indicadores financeiros utilizados como *covenants* contábeis

Setor	CD	CJ	END	CSD	LIQ	Outros	Total
Água e Saneamento	13	11	0	3	2	1	30
Alimentos e bebidas	6	1	0	0	0	0	7
Comércio	28	10	4	0	0	0	42
Construção	4	10	26	0	23	2	65
Energia Elétrica	81	62	14	12	0	5	174
Mineração	1	0	2	0	0	0	3
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	0	2	0	0	0	5
Serviços diversos	37	34	15	1	1	2	90
Siderurgia e Metalurgia	4	1	0	0	0	0	5
Telecomunicações	10	8	2	0	0	0	20
Transporte	59	22	12	16	0	2	111
Outras indústrias	15	6	3	4	2	4	34
Total	261	165	80	36	28	16	586

Legenda: CD: cobertura da dívida; CJ: cobertura dos juros; END: endividamento; CSD: cobertura do serviço da dívida; LIQ: liquidez.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 9, constata-se que os indicadores predominantemente utilizados como *covenants* contábeis nas debêntures analisadas são de natureza de cobertura da dívida, os quais representam aproximadamente 45% das cláusulas contábeis identificadas.

Complementarmente, constata-se que os indicadores da natureza de cobertura de juros também são utilizados com alta frequência nas cláusulas restritivas, uma vez que aproximadamente 28% dos *covenants* contábeis identificados são baseados em algum indicador desta natureza.

Desta forma, constata-se que os dois principais aspectos financeiros tomados como referência pelos credores para o monitoramento das empresas emissoras de debêntures são a capacidade de geração de caixa para amortização da dívida e o pagamento dos juros da dívida, ambos indicadores da classe *performance covenants* (*covenants* baseados no desempenho econômico/financeiro).

Esta conclusão baseia-se tanto no predomínio da utilização de indicadores desta natureza em relação às demais, quanto pela observação, ao longo do processo de coleta de dados, de que os títulos que possuíam ao menos dois *covenants* contábeis geralmente continham um indicador de cada uma destas naturezas mencionadas.

Tomados todos os indicadores em conjunto, foi observado que aproximadamente 81% dos *covenants* contábeis são do tipo *performance covenants*. Isto indica que os *covenants* das debêntures buscam oferecer aos credores maior proteção para o risco de deterioração da *performance* econômica do que para os riscos de agência gerados pelo aumento das dívidas ou redução do capital social.

Uma explicação para isto é o elevado número de *covenants* não contábeis presentes nas debêntures. Estas cláusulas restritivas especificam restrições à redução do patrimônio líquido, à venda de ativos da empresa emissora da dívida ou condicionam o pagamento de dividendos à aprovação da Assembleia Geral de Debenturistas. Esta constatação foi feita durante o processo metodológico de identificação dos *covenants* contábeis, em que todas as cláusulas restritivas contidas nas debêntures foram lidas.

Estas cláusulas restritivas não contábeis geralmente sujeitam a distribuição de capital ou venda de ativos à aprovação da maioria dos debenturistas, em assembleia específica para debater o assunto, o que pode parcialmente reduzir a necessidade de utilização de *capital covenants* (*covenants* baseados na estrutura patrimonial).

Por outro lado, foi constatado que o único setor que se diferencia do padrão de predomínio dos *performance covenants* é o setor de construção. Neste setor, os principais indicadores contábeis utilizados como base para a fixação dos *covenants* contábeis são, respectivamente, os indicadores da natureza de endividamento e de liquidez, ambos *capital covenants*.

Uma possível explicação para este cenário é dada por Christensen e Nikolaev (2012), os quais argumentam que, para a utilização eficiente de *performance covenants*, há a necessidade de alta confiabilidade na geração de informações contábeis para fins contratuais, o que implica em baixa subjetividade nas mensurações contábeis para apuração do resultado econômico. Caso contrário, os indicadores contábeis podem ser ineficientes para o controle do risco econômico das organizações, uma vez que podem se tornar mais ou menos suscetíveis a violações técnicas por conta de critérios de estimações contábeis e não por conta de variação real do desempenho operacional.

Assim, Christensen e Nikolaev (2012) mencionam que as empresas que atuam em setores com ciclos operacionais longos, tal como é o caso do setor de construção, geralmente têm problemas com a qualidade da informação contábil para fins contratuais. Consequentemente, para as empresas destes setores torna-se mais eficaz a utilização de *capital covenants* para o monitoramento do risco da dívida pelos credores, tal como é o caso dos indicadores de endividamento e de liquidez.

Na Tabela 10 são apresentados os principais indicadores contábeis utilizados nos *covenants* contábeis identificados, em termos de frequência de utilização. Também é apresentado nesta tabela o limite médio do indicador ao longo dos *covenants* contábeis em que ele é utilizado.

Tabela 10 – Principais indicadores contábeis utilizados nas debêntures

Indicador	Natureza	Fi	Fi(%)	Limite médio	DP
Dívida Líquida/EBITDA	CD	240	41	3,29	0,60
EBITDA/Resultado Financeiro	CJ	129	22	2,04	0,51
Geração de caixa/(Amortizações do principal + Juros da dívida)	CSD	35	6	1,29	0,36
EBITDA/Despesas Financeiras	CJ	27	4,6	1,76	0,32
Dívida Líquida/PL	END	25	4,3	1,56	1,17
(Dívida líquida + imóveis a pagar)/PL	END	10	1,7	0,72	0,07
Limite à distribuição de dividendos	Outros	10	1,7	0,65	1,01
PL/Ativo total	END	9	1,5	0,24	0,05
Dívida Bruta/(Dívida Bruta + PL)	END	7	1,2	0,70	-
Geração de caixa/Obrigações curto prazo	CD	6	1	1,17	0,05
EBIT/Resultado Financeiro	CD	6	1	1,50	-
Limite máximo de endividamento	END	6	1	1,3 Bi	0,95 Bi
Ativo Circulante/Passivo Circulante	LIQ	6	1	1,01	0,17
Outros	-	70	12	NA	NA
Total		586	100	NA	NA

Legenda: Fi: frequência absoluta; Fi (%): frequência relativa; DP: desvio padrão; CD: cobertura da dívida; CJ: cobertura dos juros; END: endividamento; LIQ: liquidez; CSD: cobertura do serviço da dívida; Bi: bilhões; PL: patrimônio líquido; EBIT: lucro antes de juros e impostos; EBITDA: lucro antes de juros, impostos e depreciação.

Nota: quando os limites eram variáveis ao longo da vigência da dívida, foi utilizada a moda (e, na ausência da moda, foi utilizada a mediana) destes valores ao invés da média aritmética.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 10, constata-se que dois indicadores se destacam pela alta frequência com que são utilizados como *covenants* contábeis nas debêntures analisadas, os quais são o coeficiente gerado pela divisão entre a dívida líquida pelo EBITDA, e o coeficiente gerado pela divisão do EBITDA pelo resultado financeiro (despesas financeiras menos receitas financeiras).

Quando consideradas apenas as debêntures que apresentam algum *covenant* contábil, as quais totalizam 292 títulos de dívida, constata-se que o indicador “Dívida líquida/EBITDA” é utilizado em aproximadamente 82% destes títulos. Pelo mesmo critério, obtém-se que o indicador “EBITDA/Resultado Financeiro” é utilizado em aproximadamente 44% das debêntures que apresentam algum tipo de *covenant* contábil.

A partir destas evidências, pode ser constatado que há uma padronização dos indicadores contábeis selecionados para serem utilizados como base para a formulação das cláusulas restritivas. Estas evidências indicam um aparente consenso no mercado financeiro sobre os indicadores contábeis utilizados para o monitoramento do risco da empresa emissora de debêntures, sobretudo quando se trata de monitoramento do desempenho econômico das empresas por meio de *performance covenants*.

Por outro lado, constata-se que os indicadores da natureza de “endividamento” são os que apresentaram maior diversidade na sua formulação. Os principais indicadores desta natureza diferiam tanto na sua forma estrutural de cálculo, isto é, ordem dos numeradores e denominadores, quanto nos itens patrimoniais que compunham os ativos e passivos do cálculo.

Destaca-se, ainda, que diversos ajustes são especificados nos contratos de debêntures, de acordo com as características contábeis e operacionais das firmas, para o cálculo dos indicadores mencionados na Tabela 10. Assim, por exemplo, a forma de cálculo do EBITDA pode diferir entre as debêntures emitidas. Ressalta-se, no entanto, que estes ajustes não foram analisados por esta pesquisa.

Por fim, cabe destacar a elevada frequência de utilização da métrica EBITDA nos indicadores financeiros utilizados como *covenants*. Observa-se que esta é a principal métrica utilizada pelos profissionais do mercado de dívida para se estimar a

geração de caixa das empresas, sendo que a frequência de utilização deste indicador inclusive supera a da métrica de geração operacional de caixa.

Na Tabela 11 são apresentados os principais *covenants* contábeis utilizados, agrupados por setor econômico de atuação da empresa emissora da dívida, bem como o limite de violação médio adotado nas debêntures emitidas do setor. Como em alguns setores há uma grande diversidade de indicadores, optou-se pela apresentação daqueles indicadores que foram utilizados em mais de 10% das debêntures do setor.

Tabela 11 – Principais indicadores contábeis por setor econômico

Setor	Indicador	Fi	Fi(%)	Limite médio
Água e Saneamento	Dívida Líquida/EBITDA	13	43,3	3,5
	EBITDA/Desp. Financ.	8	26,7	1,5
	Outros	9	NA	NA
	Total	30	100	NA
Alimentos e bebidas	Dívida Líquida/EBITDA	6	85,7	3,7
	EBITDA/Desp. Financ.	1	14,3	NA
	Total	7	100	NA
Comércio	Dívida Líquida/EBITDA	28	66,7	3,3
	EBITDA/Result. Financ.	9	21,4	2
	Outros	5	NA	NA
	Total	42	100	NA
Construção	(Dívida líquida + imóveis a pagar)/PL	10	15,4	0,7
	Dívida Líquida/PL	10	15,4	0,8
	EBIT/Result. Financ.	6	9,2	1,5
	Outros	39	NA	NA
	Total	65	100	NA
Energia Elétrica	Dívida Líquida/EBITDA	71	40,8	3,4
	EBITDA/Result. Financ.	47	27	2,2
	Outros	56	NA	NA
	Total	174	100	NA
Mineração	Dívida Líquida/EBITDA	1	33,3	3,8
	Limite máximo de endividamento	2	66,7	2 Bi
	Total	3	100	NA

Setor	Indicador	Fi	Fi(%)	Limite médio
Petróleo, gás e biocombustíveis	Dívida Líquida/EBITDA	3	60	3,7
	Dívida de curto prazo/Dívida total	2	40	0,6
	Total	5	100	NA
Serviços diversos	Dívida Líquida/EBITDA	37	41,1	3,2
	EBITDA/Result. Financ.	34	37,8	1,8
	Outros	19	NA	NA
	Total	90	100	NA
Siderurgia e Metalurgia	Dívida Líquida/EBITDA	4	80	3,4
	EBITDA/Result. Financ.	1	20	2,8
	Total	5	100	NA
Telecomunicações	Dívida Líquida/EBITDA	5	25	2,4
	EBITDA/Result. Financ.	5	25	2,4
	Dívida Total/EBITDA	3	15	4,2
	EBITDA/Desp. Financ.	3	15	1,8
	Outros	4	NA	NA
	Total	20	100	NA
Transporte	Dívida Líquida/EBITDA	55	49,5	3,2
	EBITDA/Result. Financ.	21	18,9	2,2
	Geração de caixa/(Serviço da dívida)	16	14,4	1,4
	Outros	19	NA	NA
	Total	111	100	NA
Outras indústrias	Dívida Líquida/EBITDA	13	38,2	2,9
	EBITDA/Result. Financ.	5	14,7	2,3
	Geração de caixa/(Serviço da dívida)	4	11,8	1,3
	Outros	12	NA	NA
	Total	34	100	NA

Legenda: Fi: frequência absoluta; Fi (%): frequência relativa; NA: não se aplica; PL: Patrimônio Líquido/ Bi: bilhões; EBIT: Lucro antes de juros e tributos sobre o lucro.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 11, constata-se que a maioria dos setores econômicos utiliza os indicadores “Dívida Líquida/EBITDA” e “EBITDA/Resultado Financeiro” como principais indicadores-base para os *covenants* contábeis. Esta constatação reforça as conclusões de padronização dos indicadores utilizados como *covenants* contábeis nas debêntures e

da importância dada ao EBITDA para a estimação da geração de caixa das empresas.

Por outro lado, constata-se que há grande variação dos limites médios fixados para os indicadores entre os setores. O limite médio do indicador “Dívida Líquida/EBITDA” vai de 2,4 no setor de telecomunicações até 3,8 no setor de mineração. Esta variação pode ser explicada pela diferença nas características operacionais dos setores, as quais refletem no seu nível de endividamento, geração de receita e giro do ativo. Consequentemente, o limite do indicador é personalizado para refletir o risco econômico e financeiro de cada setor em específico.

Tomadas as características de formulação dos *covenants* contábeis em conjunto, pode-se inferir que a Contabilidade Financeira é altamente relevante para fins contratuais no mercado de dívida brasileiro, uma vez que gera informações para os credores monitorarem o risco das empresas devedoras durante a vigência da dívida. Complementarmente, a intensa utilização de *covenants* contábeis representa indícios de que eles são utilizados para compensar a baixa proteção institucional brasileira aos credores.

Ademais, a constatação de alta proporção de utilização de *covenants* contábeis nas debêntures ressalta a importância de se realizar um processo detalhado de evidenciação dos *covenants* contábeis em Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras.

Isto se justifica devido ao fato de a violação técnica de cláusulas contábeis modificar profundamente a liquidez das companhias, uma vez que pode obrigar que um passivo de longo prazo seja liquidado em curto prazo, ou, ainda, implicar em restrições ao pagamento de dividendos. Consequentemente, ela pode abalar a situação financeira da empresa ou reduzir o retorno proporcionado aos investidores.

Assim, como credores e acionistas avaliam a estrutura de endividamento das empresas para a realização de seus investimentos, a evidenciação destes *covenants* permite que os investidores avaliem o risco de violação técnica.

4.2 ANÁLISE DAS PENALIZAÇÕES ESPECIFICADAS NAS ESCRITURAS PARA AS VIOLAÇÕES DOS *COVENANTS* CONTÁBEIS

Esta seção apresenta uma análise descritiva das penalizações especificadas nas escrituras de debêntures para as violações dos *covenants* contábeis. Esta seção é resultado da etapa metodológica de identificação dos *covenants* contábeis.

A partir da leitura das cláusulas restritivas presentes nas escrituras debêntures, foi constatados que havia uma padronização na estrutura destes documentos em relação aos *covenants* utilizados e nas penalizações impostas para as debêntures emitidas por uma mesma empresa. As variações mais sensíveis nas estruturas contratuais das debêntures ocorriam quando a empresa emitia uma debênture da modalidade com esforços restritos e outra com oferta ao público em geral.

Diante disto, optou-se, para fins de análise das penalizações impostas às violações dos *covenants* contábeis, pela seleção de apenas uma debênture de cada modalidade por empresa. O critério de seleção foi a debênture mais recente, pois isto oferece um panorama mais atual às tendências identificadas nestas análises.

A partir da seleção de uma debênture de cada modalidade por empresa, foi obtida uma subamostra de 184 debêntures. Porém, 28 destas debêntures não continham *covenants* do tipo contábil. Portanto, a amostra final para análise das penalizações ficou composta por 156 debêntures. Destas, 116 (74%) eram da modalidade de distribuição com esforços restritos, e 40 (26%) eram da modalidade de oferta aberta ao público em geral.

A primeira constatação realizada foi de que alguns *covenants* contábeis não geram eventos de violação técnica imediatamente no momento em que a situação da empresa extrapola o limite crítico fixado para o indicador financeiro. Ao invés disto, é necessário que estes indicadores repetidamente se apresentem desenquadrados dos limites fixados para que o *covenant* se torne violado. Na Tabela 12 são apresentadas as condições para que os *covenants* contábeis sejam tidos como violados.

Tabela 12 – Condições para a ocorrência da violação técnica dos *covenants* contábeis

Condição para ocorrência da violação	Fi	Fi(%)
Violação técnica imediata à ocorrência do primeiro desenquadramento	127	81%
Desenquadramento por dois períodos consecutivos	17	11%
Desenquadramento por dois períodos em um intervalo de 12 meses	5	3%
Desenquadramento por dois períodos consecutivos ou três períodos alternados ao longo da dívida	4	3%
Desenquadramento por dois períodos consecutivos ou quatro períodos alternados ao longo da dívida	2	1%
Desenquadramento por dois períodos, consecutivos ou não	1	1%
Total	156	100%

Legenda: Fi: frequência absoluta; Fi (%): frequência relativa.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados constantes na Tabela 12, constata-se que a violação técnica, imediatamente no momento em que a empresa extrapola os limites críticos para os indicadores, é a modalidade praticada com maior frequência. Todavia, em alguns casos são adotadas alternativas ao invés da violação imediata da cláusula restritiva, tal como a necessidade de que o indicador seja quebrado por dois períodos consecutivos ou mais de uma vez dentro de um intervalo de tempo previamente estabelecido, dentre outras possibilidades.

No tocante às penalizações especificadas nas escrituras de debêntures para quando ocorrer a violação técnica de um *covenant* contábil, foi constatado que elas se dividem basicamente em duas categorias: (a) vencimento antecipado condicionada à aprovação em Assembleia Geral de Debenturistas (AGD), ou; (b) vencimento antecipado automático (independente de aprovação em AGD). Na Tabela 13 são apresentadas as penalizações aplicáveis à violação dos *covenants* contábeis.

Tabela 13 – Tipos de penalizações impostas à violação dos *covenants* contábeis

Penalizações aplicáveis à violação do <i>covenant</i> contábil	Votação em AGD?	Fi	Fi(%)
Vencimento antecipado não automático (condicionado à AGD)	Sim	142	91%
Imposição de outra restrição (Não gera vencimento antecipado da dívida)	Não	7	4,5%
Vencimento antecipado automático	Não	7	4,5%
Total	-	156	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da análise dos dados apresentados na Tabela 13, nota-se que, predominantemente, as penalizações aplicáveis às violações técnicas ficam condicionadas à aprovação em AGD. Nesta modalidade, as penalizações especificadas consistem em não tratar a dívida automaticamente como vencida no momento em que o *covenant* é violado. Ao invés disto, é convocada uma AGD para a consulta e deliberação dos debenturistas sobre a possibilidade de concessão de perdão (*waiver*) à violação técnica. Caso os debenturistas rejeitem a concessão de *waiver* à empresa, a dívida é considerada imediatamente vencida e cabe a empresa a imediata liquidação do passivo junto aos debenturistas.

Ademais, foi constatado que, quando é especificada uma penalização aplicável imediatamente no momento da violação técnica, independente de aprovação em AGD, ela é feita nas seguintes modalidades: (a) vencimento antecipado automático da dívida, isto é, a dívida é considerada imediatamente vencida a partir do momento em que a cláusula é violada e, a empresa, fica obrigada a liquidar imediatamente a dívida com os debenturistas, ou; (b) a imposição de outra restrição financeira, isto é, a dívida não se torna imediatamente vencida quando o *covenant* é violado, mas, ao invés disto, é especificada a ativação de um *covenant* não contábil adicional a ser cumprido pela empresa.

A principal restrição financeira imposta às empresas deste segundo grupo é a proibição de pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio em montante acima do mínimo obrigatório definido pela legislação societária. Caso a empresa viole este novo *covenant*, a dívida geralmente está sujeita a se tornar imediatamente vencida, porém é, ainda, necessária a

realização de AGD para deliberação sobre eventual perdão (*waiver*) das violações técnicas realizadas.

Uma constatação relevante é de que estas especificações são gerais para qualquer tipo de *covenant* contábil (*performance covenant* ou *capital covenant*). Isto indica que a não há diferença entre a classe dos *covenants* contábeis e as penalizações especificadas nas escrituras de debêntures.

No tocante à realização de AGD para deliberação sobre a possibilidade de concessão de *waiver* à empresa emissora da dívida, é apresentado na Tabela 14 o quórum mínimo de debenturistas para a aprovação deste benefício à empresa.

Tabela 14 – Quórum necessário para conceder o perdão do *covenant* contábil violado

Quórum mínimo	Fi	Fi (%)
51% das debêntures em circulação	3	2%
67% das debêntures em circulação	51	36%
70% das debêntures em circulação	3	2%
75% das debêntures em circulação	72	51%
80% das debêntures em circulação	5	4%
85% das debêntures em circulação	2	1%
90% das debêntures em circulação	2	1%
95% das debêntures em circulação	1	1%
100% das debêntures em circulação	2	1%
Não informado	1	1%
Total	142	100%

Legenda: Fi: frequência; Fi(%): frequência relativa.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da análise dos dados apresentados na Tabela 14, constata-se que praticamente todas as concessões de perdão às violações técnicas dos *covenants* contábeis somente são concedidas pela aprovação dos debenturistas reunidos em quóruns iguais ou superiores a 2/3 (67%) das debêntures em circulação. Isto representa uma valorização dos direitos dos credores, pois exige que a decisão de pagamento antecipado da dívida ou concessão de *waiver* não seja manipulada por uma pequena parcela dos debenturistas.

Tomadas estas evidências em conjunto, conclui-se, de modo geral, que a utilização de *covenants* contábeis nas escrituras

de debêntures predominantemente gera o direito de vencimento antecipado da dívida, ao invés de gerar o seu vencimento antecipado automático. A implicação prática disto é que, se os *covenants* contábeis forem violados, a empresa ainda pode elaborar planos de recuperação da situação financeira para persuadir os debenturistas a suavizarem as penalizações impostas a ela.

Esta pode ser uma possível explicação para a constatação de Silva (2008), de que as violações técnicas ocorridas nas debêntures emitidas no Brasil raramente implicam no vencimento antecipado da dívida. O mais comum, de acordo com este autor, é a realização de uma renegociação da dívida com a imposição de novas cláusulas restritivas para o monitoramento da empresa devedora.

Assim, conclui-se que a utilização de *covenants* contábeis nas debêntures tem predominantemente a finalidade de facilitar a renegociação da dívida, caso o risco da firma se eleve. Esta conclusão baseia-se nas evidências de que os *covenants* são formulados basicamente pela utilização de indicadores de *performance* financeira e, principalmente, porque eles implicam predominantemente em votação dos debenturistas para verificar se haverá vencimento antecipado da dívida ou a concessão de *waiver*.

4.3 ANÁLISE DOS FATORES RELACIONADOS COM A UTILIZAÇÃO DE *COVENANTS* CONTÁBEIS

Nesta seção é apresentada a estimação de um modelo de regressão logística com dados em painel para a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBovespa. O objetivo desta seção é identificar as características econômicas das empresas, de governança corporativa e características da dívida que influenciam a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas escrituras de debêntures.

Primeiramente, é apresentada na Tabela 15 a análise de decomposição da variância das variáveis utilizadas no modelo estimado. Esta tabela demonstra o comportamento da variância das variáveis analisadas entre cada uma das empresas emissoras

de debêntures (*between*), bem como a variação ocorrida ao longo do tempo para cada empresa (*within*).

Tabela 15 – Estatísticas de decomposição da variância das variáveis do modelo

Variáveis	Decomposição	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Presença de <i>covenants</i> contábeis	<i>overall</i>		0,42	0	1	N= 297
	<i>between</i>	0,77	0,40	0	1	n= 145
	<i>within</i>		0,12	0,10	1,52	T-bar= 2,05
Concentração de propriedade	<i>overall</i>		29,01	0	100	N= 318
	<i>between</i>	60,83	28,10	0	100	n= 150
	<i>within</i>		8,02	22,71	105,76	T-bar= 2,12
Excesso de controle acionário	<i>overall</i>		14,09	-11,87	89,17	N= 318
	<i>between</i>	6,07	14,38	-3,03	64,20	n= 150
	<i>within</i>		4,62	-32,05	44,19	T-bar= 2,12
Independência do conselho de administração (%)	<i>overall</i>		0,21	0	1	N= 318
	<i>between</i>	0,18	0,20	0	1	n= 150
	<i>within</i>		0,07	-0,19	0,60	T-bar= 2,12
Tamanho (ln)	<i>overall</i>		1,49	2,52	20,66	N= 320
	<i>between</i>	15,41	1,74	2,52	20,66	n= 151
	<i>within</i>		0,27	12,95	17,22	T-bar= 2,12
Oportunidades de crescimento	<i>overall</i>		0,92	-0,16	12,26	N= 283
	<i>between</i>	0,28	0,76	-0,15	6,87	n= 132
	<i>within</i>		0,63	-3,52	8,55	T-bar= 2,14
Rentabilidade (%)	<i>overall</i>		0,09	-0,08	0,50	N= 293
	<i>between</i>	0,15	0,08	-0,02	0,44	n= 137
	<i>within</i>		0,03	0,03	0,27	T-bar= 2,14

Variáveis	Decomposição	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Variabilidade dos resultados	<i>overall</i>		0,58	0,00	5,47	N= 275
	<i>between</i>	0,36	0,71	0,00	5,47	n= 132
	<i>within</i>		0,20	-0,97	2,70	T-bar= 2,08
Endividamento	<i>overall</i>		0,16	0,10	1,00	N= 320
	<i>between</i>	0,64	0,15	0,29	1,00	n= 151
	<i>within</i>		0,06	0,23	0,88	T-bar= 2,12
Maturidade (meses)	<i>overall</i>		32,80	12,00	262,19	N= 320
	<i>between</i>	69,14	32,84	12,00	262,19	n= 151
	<i>within</i>		19,13	9,11	163,22	T-bar= 2,12
Distribuição com esforços restritos	<i>overall</i>		0,38	0	1	N= 320
	<i>between</i>	0,83	0,33	0	1	n= 151
	<i>within</i>		0,25	0,03	1,58	T-bar= 2,12
Montante (ln)	<i>overall</i>		0,85	16,41	22,21	N= 320
	<i>between</i>	19,88	0,87	16,41	22,21	n= 151
	<i>within</i>		0,36	18,05	21,00	T-bar= 2,12
Garantia real	<i>overall</i>		0,31	0	1	N= 320
	<i>between</i>	0,11	0,33	0	1	n= 151
	<i>within</i>		0,14	-0,56	0,86	T-bar= 2,12

Legenda: N: quantidade de observações (debêntures); n: quantidade de empresas emissoras de debêntures.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da análise do desvio padrão das médias das variáveis apresentadas na Tabela 15, constata-se que a variação dos dados ocorre predominantemente entre as empresas ao invés de variar ao longo do tempo. Isto significa que, para este conjunto de características analisadas, há maior heterogeneidade entre as empresas emissoras da dívida do que alterações destas características ao longo do tempo.

Estes dados expandem a observação realizada ao longo da etapa de coleta de dados sobre a estrutura das cláusulas restritivas, em que se pode observar que as empresas geralmente repetem o mesmo padrão de cláusulas restritivas quando realizam mais de uma emissão, mesmo quando ocorre alguma modificação nas características da dívida.

Constata-se, assim, que as características econômicas, características da dívida e de governança diferem predominantemente entre cada empresa, ao invés de sofrerem mutações ao longo do tempo. Esta constatação implica que a análise de regressão logística com dados em painel estimada com efeitos aleatórios tende a ser mais eficiente do que a estimação com efeitos fixos, uma vez que o segundo método maior variação ao longo do tempo (*within*) (FÁVERO, 2013).

Esta constatação foi corroborada por meio da aplicação do teste de Hausman, o qual indicou que, para este conjunto de dados, a estimação por efeitos aleatórios apresenta-se como mais eficiente do que a por efeitos fixos, ao nível de confiança de 99%. Ademais, destaca-se que foi realizado um teste preliminar com a estimação com efeitos fixos e foi constatado que o uso deste estimador provoca a eliminação de parte significativa das observações devido à inexistência de variação *within*, o que reduz a amostra a apenas 16 observações possíveis. Por conta disto, a análise de regressão logística adotada nesta pesquisa foi a de estimação com efeitos aleatórios.

Ressalta-se, conforme descrito da seção de análise de dados, que a quantidade de observações das variáveis difere da quantidade total de debêntures que compuseram a amostra apresentada na Tabela 1. Isto se justifica, pois 32 observações foram agrupadas ou eliminadas por se referirem a emissões ocorridas no mesmo ano. Assim, a quantidade máxima possível de observações das variáveis foi de 320 empresas-ano.

Ainda, duas observações se referiram a emissões em períodos anteriores ao ingresso da empresa na BM&FBovespa, o que implicou na inexistência de dados referentes às características de governança corporativa destas empresas. Complementarmente, a variável “presença de *covenants* contábeis” teve 23 observações eliminadas por conta de

utilizarem apenas cláusulas restritivas que deveriam ser cumpridas por entidades contábeis que não fossem a empresa emissora da dívida. As outras variáveis que apresentaram quantidades de observações menores do que o total possível de 320 justificam-se pela ausência de dados disponíveis, em algum dos períodos, para o cálculo da variável em questão.

Na Tabela 16 é apresentada a matriz de correlações entre todas as variáveis utilizadas no modelo de regressão logística. Por meio destas correlações, podem-se observar as correlações bivariadas entre a variável dependente, que indica a presença de *covenants* contábeis, e as variáveis explicativas, bem como a correlação bivariada entre as variáveis explicativas.

Tabela 16 – Matriz de correlações de Pearson das variáveis que compõem o modelo

	COV	CONC	ICA	TAM	CRESC	RENT	VOL	END	MAT	DEB	MONT
COV	1										
CONC	-0,11	1									
ICA	-0,06	-0,48*	1								
TAM	-0,17*	-0,23*	0,02	1							
CRESC	0,08	-0,03	0,04	-0,05	1						
RENT	-0,08	0,33*	-0,17*	-0,13*	-0,18*	1					
VOL	0,03	-0,20*	0,16*	-0,11	0,36*	-0,39*	1				
END	-0,15*	0,20*	-0,14*	-0,06	-0,14*	0,02	-0,06	1			
MAT	0,03	0,15*	-0,21*	0,03	-0,01	-0,07	-0,05	0,11*	1		
DEB	0,01	-0,12*	0,10	0,01	-0,04	-0,09	0,04	-0,11*	-0,34*	1	
MONT	-0,12*	0,05	-0,12*	0,50*	-0,14*	0,17*	-0,16*	0,05	0,29*	-0,29*	1
REAL	-0,05	-0,01	0,02	-0,14*	0,04	-0,20*	0,18*	0,08	0,04	0,00	-0,17*

Legenda: *: estatisticamente significativa ao nível de significância de 0,05; COV: presença de *covenants* contábeis; CONC: concentração de propriedade; ICA: independência do conselho de administração; TAM: tamanho; CRESC: oportunidades de crescimento; RENT: rentabilidade; VOL: variabilidade dos resultados; END: endividamento; MAT: maturidade da dívida; DEB: debênture emitida com esforços restritos; MONT: montante da dívida.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 16, nota-se que as correlações mais altas encontradas no banco de dados ocorrem entre as variáveis de concentração de propriedade e independência do conselho de administração, e entre o tamanho da empresa emissora da dívida e o montante da proposta de captação de recursos via debêntures.

Estas duas correlações apresentam intensidade moderada. As demais variáveis independentes apresentaram correlações de intensidade baixa, o que indica baixa probabilidade de existência de problemas de multicolinearidade no modelo.

Assim, optou-se inicialmente pela manutenção de todas as variáveis no modelo proposto. Posteriormente, foi realizado o procedimento de análise do fator de inflação da variância (VIF) para a detecção de eventuais problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes. A verificação pelo VIF indicou não haver variáveis potencialmente problemáticas no modelo.

Na Tabela 17 são apresentados os resultados para a estimação da probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBovespa. A estimação probabilística foi realizada por meio do uso da técnica de regressão logística com dados em painel com efeitos aleatórios.

Tabela 17 – Modelo de estimação da probabilidade de utilização de *covenants* contábeis

Variáveis	Coefficientes padronizados	Erro padrão	z	p-value	VIF
Tamanho	-4,76	1,38	-3,45	0,001	2,72
Endividamento	-4,73	7,44	-0,64	0,525	1,21
Rentabilidade	1,81	14,83	0,12	0,903	1,79
Variabilidade dos resultados	-1,16	1,63	-0,71	0,477	1,50
Oportunidades de crescimento	9,75	3,47	2,81	0,005	1,31
Maturidade	0,07	0,04	1,79	0,073	1,39
Montante	-0,40	1,45	-0,28	0,782	2,32
Distribuição com esforços restritos	1,36	3,09	0,44	0,661	1,33
Garantia real	-10,68	2,98	-3,58	0,000	1,20
Concentração de propriedade	-0,23	0,07	-3,35	0,001	1,97
Independência do conselho	-17,78	6,20	-2,87	0,004	1,71
Constante	110,61	32,85	3,37	0,001	-
<i>Dummies</i> setores			Incluídas		
<i>Dummies</i> anuais			Incluídas		
Wald chi ²			44,53		
Prob > chi ²			0,005		
Log likelihood			-66,24		
Likelihood-ratio test of rho=0 chibar ²			53,28		
Prob >= chibar ²			0,000		
Observações (N)			247		
Empresas (n)			121		

Nota: p-value calculada pela probabilidade bicaudal.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base nos dados apresentados na Tabela 17, constata-se, primeiramente, a validade geral do modelo especificado, uma vez que o teste de Wald (Prob > chi²) apresentou-se estatisticamente significativo ao nível de confiança de 99% (1% de significância). Isto indica que as variáveis utilizadas para compor o modelo de estimação da probabilidade de utilização de *covenants* contábeis são adequadas.

Os resultados obtidos pela regressão logística indicam que as variáveis “tamanho”, “oportunidades de crescimento”, “garantia real”,

“concentração de propriedade” e “independência do conselho de administração” apresentam relação estatisticamente significativa com a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas debêntures, ao nível de confiança de 99%; enquanto que a variável “maturidade” apresentou relação estatisticamente significativa ao nível de confiança de 92%

Especificamente, os resultados indicam que as debêntures emitidas por empresas maiores apresentam menor probabilidade de utilização de *covenants* contábeis. Esta constatação confirma a Hipótese 1 e indica que, em média, os credores reduzem a expectativa de risco à medida que o porte da empresa aumenta. Consequentemente, ocorre a redução da exigência de utilização de *covenants* contábeis para o fornecimento de capital.

Esta menor expectativa de risco pode ser justificada por uma menor perspectiva de perdas financeiras devido à maior estabilidade financeira das empresas maiores ou pela maior reputação que elas têm no mercado financeiro devido à tendência de participarem mais ativamente dele para a captação de recursos.

Tomado este resultado em conjunto com os resultados obtidos por Silva, Saito e Barbi (2013), conclui-se que o tamanho da empresa não modifica a quantidade de cláusulas restritivas gerais impostas às empresas na emissão de debêntures no Brasil, porém reduz a probabilidade de utilização de cláusulas de natureza contábil.

Uma explicação possível para esta constatação é o fato de as cláusulas não contábeis abordam temas variados, dentre os quais constam modificações na maneira como as empresas conduzem seus negócios, alteração da configuração da estrutura societária, falência, inadimplência da dívida, veracidade das informações compartilhadas para a celebração da escritura da dívida e a validade legal das garantias fornecidas. Assim, estas cláusulas restritivas contribuem para se evitar conflitos entre credores e acionistas que podem ocorrer independentemente do tamanho da companhia.

Por outro lado, as dificuldades financeiras podem ser mais previsíveis para os credores e mais sensíveis à quantidade de ativos de posse da empresa, do que os eventos restringidos pelos *covenants* não contábeis. Consequentemente, há maior probabilidade de recuperação dos recursos fornecidos em caso de problemas financeiros quando a empresa é de grande porte. Assim, o tamanho exerce mais influência sobre a capacidade de pagamento da dívida em caso de dificuldades

financeiras do que sobre o controle dos eventos que são objeto dos *covenants* não contábeis.

Comparativamente aos resultados obtidos em nível internacional, tem-se que os resultados obtidos para o tamanho alinham-se com os de Moir e Sudarsanam (2007), Inamura (2009) e Costello e Wittenberg-Moerman (2011), porém divergem dos achados de Ismail (2014).

A característica econômica que representa as oportunidades de crescimento da empresa apresentou relação positiva com a utilização de *covenants* contábeis. Isto indica que, para a amostra de empresas analisadas, as debêntures emitidas por companhias que estão em estágios mais intensos de expansão apresentam maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Esta constatação rejeita, para a amostra analisada, a perspectiva teórica de que as empresas em crescimento apresentam resistência à utilização de *covenants* contábeis para que possam manter a flexibilidade financeira e aproveitar os futuros investimentos. Por outro lado, confirma a hipótese que adota a perspectiva de que as empresas com maiores taxas de crescimento são percebidas como mais arriscadas pelos credores e, assim, tem maior chance de conter *covenants* contábeis nas suas captações de recursos.

Este resultado indica que a perspectiva de risco do credor é mais forte do que a perspectiva de resistência das empresas à utilização de *covenants* contábeis. Isto pode ser justificado parcialmente pela maior dificuldade de as empresas em crescimento conseguirem crédito no mercado e, por isto, se tornam menos resistentes ao uso de restrições financeiras. Complementarmente, é possível que as empresas em crescimento busquem tornar as debêntures mais atrativas aos credores por meio do uso de *covenants* contábeis para a redução do risco do investimento.

Isto se justifica pelo fato de estas empresas geralmente necessitarem de um elevado aporte de capital para a concretização das possibilidades de crescimento. Todavia, como o sucesso destes investimentos é incerto, há maior risco de insolvência para o fornecimento de crédito para estas empresas do que para empresas estabilizadas.

Assim, os credores adotam maior cautela para o fornecimento de crédito para empresas que apresentam crescimento acentuado em um curto espaço de tempo, o que se materializa, dentre outras possibilidades, por meio da demanda por *covenants* contábeis.

Este resultado apresenta-se contrário aos achados obtidos por Silva, Saito e Barbi (2013), em que os autores analisaram a quantidade geral de cláusulas restritivas (contábeis e não contábeis). Esta constatação pode ser um indício de que os *covenants* contábeis são mais eficazes para os credores monitorarem as empresas com elevadas oportunidades de crescimento do que os demais tipos de *covenants*.

Todavia, a interpretação desta divergência deve ser feita com cautela, pois a presente pesquisa e a pesquisa de Silva, Saito e Barbi (2013) foram realizadas com a utilização de *proxies* diferentes para se estimar as oportunidades de crescimento. Além disto, tem-se que o período de análise destas pesquisas difere significativamente, bem como a presente pesquisa incorpora nas suas análises as debêntures distribuídas com esforços restritos, as quais diferem estruturalmente das debêntures de oferta ao público em geral analisadas por Silva, Saito e Barbi (2013). No entanto, a conciliação destes resultados é uma profícua possibilidade para pesquisas futuras.

No tocante à literatura internacional sobre a utilização de cláusulas contábeis, este resultado corrobora os achados de Ismail (2014) e Bradley e Roberts (2015), porém diverge dos resultados obtidos por Citron (1995) e Demerjian (2014).

Em relação às características da dívida, foi constatado que a maturidade da dívida apresenta relação positiva com a utilização de *covenants* contábeis. Esta constatação confirma a Hipótese 8 de que debêntures com prazos maiores têm maior probabilidade de conter *covenants* contábeis.

Este resultado indica que os *covenants* contábeis são utilizados como um mecanismo de minimização da maior incerteza atrelada ao fornecimento de crédito com prazos mais longos de resgate.

Esta é uma das principais funções desempenhadas pelos *covenants* contábeis, que é o estabelecimento de condições mínimas aceitáveis para a situação financeira do devedor, em situações em que a estimativa do desempenho futuro do devedor é incerta, tal como é o caso do horizonte de tempo muito longo. Assim, a utilização de *covenants* contábeis controla a possibilidade de modificação do panorama de risco da empresa ao longo do prazo de vigência da dívida.

Por outro lado, este resultado confirma a premissa de que o prazo da dívida é um mecanismo alternativo à utilização de cláusulas restritivas. Isto ocorre, pois para as empresas não se sujeitarem às restrições impostas pelos *covenants* contábeis, elas optam pela emissão

de dívidas com prazos menores, os quais tendem a oferecer um menor risco ao credor e não demandam proteção adicional na forma de *covenants* contábeis.

Este resultado corrobora a constatação da pesquisa de Silva, Saito e Barbi (2013) para a quantidade de *covenants* gerais. Tomados em conjunto, os resultados indicam que o prazo da dívida atua como um mecanismo substituto tanto dos *covenants* contábeis quanto dos não contábeis.

Por fim, destaca-se que este resultado corrobora as evidências obtidas por Citron (1995) e Bradley e Roberts (2015), porém difere dos resultados obtidos por Inamura (2009) e Demerjian (2014).

Outra característica da dívida que apresentou relação estatisticamente significativa com a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis é o oferecimento de garantia real para cobrir a dívida com os credores. Este resultado confirma a Hipótese 9 de que a emissão de debêntures protegidas com garantia real reduz a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis.

Estes resultados indicam que a dívida assegurada por meio de garantia real é um mecanismo substituto à utilização de *covenants* contábeis. Isto pode ser explicado por conta de a garantia real ser um mecanismo contratual mais material do que os *covenants* contábeis para a proteção do capital fornecido pelos credores contra eventuais perdas financeiras decorrentes de inadimplência da empresa devedora.

Comparado à literatura internacional sobre a utilização de *covenants* contábeis, tem-se que este resultado corrobora os achados de Costello e Wittenberg-Moerman (2011), porém diferem dos resultados obtidos por Ismail (2014).

Em relação às características de governança corporativa, foi constatado que tanto a concentração de propriedade quanto a independência do conselho de administração reduz a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBovespa.

Estes resultados indicam que, de um modo geral, os mecanismos internos de governança corporativa funcionam como mecanismos substitutos à utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil. Isto representa que os credores sentem-se menos incentivados a demandar *covenants* contábeis de empresas que apresentam uma estrutura de governança corporativa que transmite maior segurança contra a ocorrência de conflitos de interesse com os credores.

Especificamente, estes resultados sugerem que quanto maior o nível de investimento realizado pelo acionista controlador na empresa, menor a demanda dos credores por *covenants* contábeis. Isto pode ser explicado pela redução do risco de conflitos de agência entre acionistas e credores, a qual é promovida pelo maior alinhamento do acionista controlador ao objetivo de maximização do valor da firma.

Esta constatação indica que a estrutura de propriedade, no Brasil, impacta tanto no custo da dívida das empresas, conforme constatado por Konraht, Camargo e Vicente (2016), quanto na demanda por cláusulas restritivas pelos credores.

Sobre a independência do conselho de administração, foi constatado que à medida que se eleva a independência do conselho, menor tende a ser a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas debêntures. Este resultado indica que os credores interpretam a independência do conselho de administração como um fator de risco para a ocorrência de conflitos de interesse entre a empresa e os credores, sendo que a maior independência reduz este risco e, conseqüentemente, a demanda por *covenants* contábeis.

Foi verificado, ainda, que um conjunto de variáveis apresentadas pela literatura como influentes sobre a utilização de *covenants* contábeis não apresentaram relação estatisticamente significativa no modelo estimado. Especificamente, foi constatado que o nível de endividamento, rentabilidade, variabilidade dos resultados, montante da proposta de captação de recursos e debênture emitida na modalidade de distribuição com esforços restritos não apresentam relação estatisticamente significativa com a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas da BM&FBovespa.

No tocante ao montante da dívida, uma possível explicação para a ausência de relação é o fato de os títulos de dívida serem negociados com um grupo diversificado de investidores. Isto faz com que as debêntures possam ser negociadas com vários investidores, o que faz com que o risco seja diluído entre os credores. Assim, é possível emitir propostas de captação de recursos com volumes maiores sem necessariamente elevar o volume de recursos adquiridos por cada investidor.

Este resultado assemelha-se ao obtido por Silva, Saito e Barbi (2013), os quais constataram que o montante da dívida não influencia a quantidade geral de cláusulas restritivas utilizadas nas debêntures.

Em relação à modalidade de distribuição com esforços restritos, os resultados indicam que, em média, não há diferença entre a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis nesta modalidade de debênture e na modalidade de oferta aberta ao público. Isto indica que os credores buscam proteção por meio de cláusulas contábeis em ambas as modalidades de debêntures.

Por fim, destaca-se que os resultados indicam não haver diferença estatisticamente significativa entre a probabilidade de utilização de *covenants* contábeis entre empresas com alta e baixa rentabilidade, endividamento e variabilidade de resultados. A explicação para estes resultados carece de análises empíricas que vão além das análises realizadas neste estudo, o que configura em um amplo campo de estudo para pesquisas futuras. Isto porque a ausência de relação constatada nesta investigação não indica necessariamente a falta de influência destes aspectos econômicos sobre o uso de *covenants* contábeis, pois eles podem ser refletir em outros aspectos relevantes para a formulação do pacote de *covenants* contábeis, tais como a quantidade de *covenants* utilizada e a folga dos indicadores selecionados.

No tocante ao endividamento, Silva, Saito e Barbi (2013) também não encontraram relação entre esta característica e o total de cláusulas restritivas presentes nas escrituras de debêntures. Destaca-se que foi testada também uma mensuração alternativa para o nível de endividamento da empresa. Esta mensuração se baseou no índice de cobertura da dívida (EBITDA/Dívida líquida), pois foi o principal indicador contábil utilizado como cláusula restritiva nas debêntures. Porém, esta mensuração alternativa para o endividamento também não apresentou relação estatisticamente significativa nos testes estatísticos.

Esta constatação indica, ainda, para os pesquisadores da área contábil e correlatas, que o nível de endividamento não é uma *proxy* eficiente para se mensurar a existência de *covenants* contábeis nos financiamentos obtidas via debêntures. Assim, sugere-se que pesquisas futuras adotem uma análise mais precisa sobre a presença destas cláusulas ao invés de estima-las pela *proxy* de endividamento.

Por fim, cabe ressaltar que nenhuma das variáveis *dummies* utilizadas para controlar o efeito dos anos de emissão da dívida apresentou significância estatística no modelo.

Para sintetizar os resultados obtidos nesta pesquisa, é apresentado, no Quadro 6, a constatação obtida para cada hipótese de pesquisa testada neste estudo.

Quadro 6 – Resultados obtidos para as hipóteses testadas

Variável	Hipótese	Resultado esperado	Resultado obtido
Tamanho	H1	Relação negativa	Confirmada
Oportunidade de crescimento	H2	Em aberto	Relação positiva
Endividamento	H3	Relação positiva	Não confirmada
Rentabilidade	H4	Relação negativa	Não confirmada
Variabilidade dos resultados	H5	Relação positiva	Não confirmada
Concentração de propriedade	H6	Em aberto	Relação negativa
Independência do conselho de administração	H7	Em aberto	Relação negativa
Maturidade	H8	Relação positiva	Confirmada
Emissão de debênture com esforços restritos	H9	Relação positiva	Não confirmada
Montante	H10	Relação positiva	Não confirmada
Debênture com garantia real	H11	Relação negativa	Confirmada

Fonte: Elaborado pelo autor.

5 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo geral identificar fatores determinantes da utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil. Para tanto, foi selecionada uma amostra de debêntures negociadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa e testada a relação entre a probabilidade das escrituras conter (ou não conter) *covenants* contábeis e: (a) características econômicas e financeiras das companhias; (b) características de governança corporativa, e; (c) características contratuais da dívida.

No tocante à relação entre a utilização de *covenants* contábeis e características econômicas e financeiras das empresas emissoras da dívida, concluiu-se que o aumento do tamanho da empresa emissora da dívida reduz a necessidade de utilização de *covenants* contábeis, enquanto que a emissão de títulos de dívida por empresas em estágios de crescimento mais intensos aumenta a demanda dos credores pela inclusão de cláusulas contábeis.

Estes resultados indicam que, à medida que a empresa aumenta de tamanho, os credores reduzem a sua demanda por *covenants* contábeis. Isto é explicado tanto pelo menor risco de falência das empresas maiores quanto pela maior reputação que elas tendem a desenvolver no mercado financeiro. Pela Teoria da Agência, estas duas condições reduzem o risco de conflitos de agência entre a empresa e seus credores, o que reduz a demanda por cláusulas restritivas.

Quanto às oportunidades de crescimento, a análise empírica revelou que quanto mais intenso for o crescimento, maior a demanda dos credores pelo uso de *covenants* contábeis. Pela Teoria da Agência, este fenômeno é explicado pelo maior risco de ocorrência de conflitos de interesse entre acionistas e credores na concretização dos investimentos para a expansão da empresa, o que pode dar margem à ocorrência de transferência do capital dos credores aos acionistas.

Complementarmente, este fenômeno é explicado pela perspectiva teórica da incerteza quanto ao desempenho futuro, uma vez que empresas em crescimento tendem a ser mais sensíveis a variações macroeconômicas no seu negócio do que empresas estabilizadas.

No tocante à relação entre a utilização de *covenants* contábeis e características de governança corporativa das empresas emissoras da dívida, a conclusão obtida foi que os mecanismos internos de governança corporativa “independência do conselho de administração” e

“concentração de propriedade” atuam como substitutos à utilização de *covenants* contábeis.

Ao se interpretar estes resultados pela ótica da Teoria da Agência, tem-se, primeiramente, que a maior concentração de propriedade dos acionistas controladores gera um maior incentivo para que eles busquem a maximização do desempenho da empresa, o que tende a reduzir o risco percebido pelos credores na concessão de recursos financeiros. Por outro lado, a maior independência do conselho de administração tende a elevar o monitoramento sobre as decisões da alta gerência no sentido de minimizar as ações que conflitam com os demais investidores. Isto tende a refletir em uma redução dos riscos para os credores.

No tocante à relação entre a utilização de *covenants* contábeis e características da dívida, concluiu-se que o oferecimento de garantia real ao capital fornecido pelos credores e a captação de dívidas com prazos mais curtos atuam como mecanismos substitutos à utilização de *covenants* contábeis.

Estes resultados são explicados, primeiramente, pela maior segurança oferecida aos credores, por meio da garantia real, para a recuperação do capital em caso de falência ou outras dificuldades financeiras da empresa que possam implicar em conflitos entre ela e seus credores. Complementarmente, o uso de prazos mais curtos na dívida reduz a incerteza dos credores quanto ao desempenho futuro da empresa, pois tornam mais precisas as estimativas deles sobre a capacidade de amortização da dívida pela companhia.

Tomados estes resultados em conjunto, conclui-se que a utilização de *covenants* contábeis nas debêntures emitidas no Brasil reflete a percepção de risco dos credores, mesmo que estes títulos tenham uma menor participação deles na elaboração das cláusulas restritivas (BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Esta pesquisa contribui com a literatura sobre *covenants* contábeis em ao menos dois aspectos. Primeiramente, ratifica-se a influência do ambiente institucional sobre a relação entre as características do processo de contratação de dívida e a demanda por *covenants* contábeis. Isto se justifica, pois, quando comparados aos resultados obtidos na literatura internacional, conclui-se que os determinantes da utilização de *covenants* contábeis no Brasil não são exatamente iguais aos de nenhum outro país em específico. Ao invés disto, há uma semelhança parcial do efeito provocado por algumas

características, ao mesmo tempo em que ocorrem divergências em outros aspectos.

Outra contribuição à literatura é a demonstração de que os mecanismos internos de governança corporativa, concentração de propriedade e independência do conselho de administração, reduzem a demanda pela utilização de *covenants* contábeis pelos credores. Salvo melhor juízo, esta pesquisa é a primeira na literatura a testar a relação entre características de governança corporativa e a utilização de *covenants* contábeis.

Os resultados desta pesquisa também podem ser de interesse de empresas que buscam captar recursos financeiros, mas que não podem abrir mão da sua flexibilidade financeira. Neste sentido, a contribuição prática deste estudo é a apresentação de mecanismos substitutos à utilização de *covenants* contábeis nas relações de endividamento.

A pesquisa mostra que a utilização de dívida com prazo mais curto ou com a concessão de garantia real tende a substituir a demanda por *covenants* contábeis pelos credores. Além disto, a presença de mecanismos internos de governança corporativa que explicitem maior alinhamento da gestão ou grupo controlador à maximização do valor da firma tende a reduzir o uso deste tipo de cláusulas restritivas. Assim, o uso destes mecanismos alternativos facilita a captação de recursos sem a necessidade da imposição de restrições à flexibilidade financeira, tal como ocorre com o uso de *covenants* contábeis. Esta estratégia é especialmente útil quando a empresa está em dificuldades financeiras ou em processo de expansão dos negócios.

Ressalta-se, no entanto, que os resultados desta pesquisa devem ser interpretados com cautela em relação à sua generalização, pois se limitam à amostra investigada e podem ser sensíveis às decisões metodológicas tomadas para a operacionalização deste estudo.

Dentre as limitações deste estudo, têm-se, primeiramente, que esta pesquisa não esgota todos os possíveis fatores explicativos para a utilização de *covenants* contábeis. Por conta disto, outros fatores que potencialmente podem afetar a percepção de benefício com a utilização de *covenants* contábeis podem ser testados em análises profissionais e acadêmicas posteriores a este estudo.

Em segundo, grande parte das emissões de debêntures com esforços restritos é feita por empresas de capital fechado, as quais não foram analisadas nesta pesquisa. Portanto, os resultados desta pesquisa

não podem ser generalizados a todas as empresas que praticam captação de recursos via debêntures.

Adicionalmente, devido às diferenças institucionais entre o mercado de crédito bancário e a captação de recursos via debêntures, os resultados desta pesquisa não podem ser generalizados aos empréstimos/financiamentos. Apesar disto, é possível que estes resultados se repitam nas demais captações de crédito.

Outra limitação é que os resultados podem ser sensíveis às *proxies* utilizadas para representar as características econômicas das empresas. Embora nesta pesquisa empregaram-se os melhores esforços na busca de precisão na representação operacional das variáveis mensuradas, é possível que elas tenham capturado apenas parcialmente as características desejadas.

Por fim, destaca-se que esta pesquisa não procurou identificar as cláusulas restritivas não contábeis, as quais podem atuar como mecanismos substitutos aos *covenants* contábeis para a proteção dos credores.

No tocante às pesquisas futuras, destaca-se que o tema *covenants* contábeis, no Brasil, ainda é pouco explorado pelas pesquisas acadêmicas, embora seja amplamente investigado na literatura internacional. Assim, várias oportunidades de pesquisa surgem a partir dos resultados obtidos por esta pesquisa, os quais contribuirão para a consolidação do conhecimento acadêmico e profissional sobre o papel desempenhado pelos *covenants* contábeis no mercado financeiro. Dentre estas possibilidades, constam:

- Primeiramente, tem-se a possibilidade de reaplicação deste estudo com a modificação dos seus procedimentos metodológicos a fim de incorporar um ou mais aspectos destacados como limitações desta pesquisa;
- Segundo, esta pesquisa testou apenas os mecanismos internos de governança corporativa. Assim, pesquisas futuras podem testar o efeito provocado pelos mecanismos externos ou outros mecanismos internos de governança corporativa sobre a utilização de *covenants* contábeis;
- Por fim, sugere-se a adoção de procedimentos metodológicos alternativos, tal como a realização de entrevistas junto a investidores institucionais e demais agentes participantes do mercado de emissão de debêntures para a complementação das evidências obtidas nesta análise empírica.

REFERÊNCIAS

AGHION, P.; BOLTON, P. Incomplete Approach to Contracts Financial Contracting. **The Review of Economic Studies**, v. 59, n. 3, p. 473–494, 1992.

AHMED, A. S. et al. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 867–890, 2002.

ANDIMA; ABRASCA. **O que são debêntures?** Disponível em: <http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf>. Acesso em: 26 set. 2016.

ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2–3, p. 179–234, 2010.

ASQUITH, P.; BEATTY, A.; WEBER, J. Performance pricing in bank debt contracts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1–3, p. 101–128, 2005.

BAZZANA, F.; PALMIERI, M. How to increase the efficiency of bond covenants: A proposal for the Italian corporate market. **European Journal of Law and Economics**, v. 34, n. 2, p. 327–346, 2012.

BEATTY, A.; RAMESH, K.; WEBER, J. The importance of accounting changes in debt contracts: The cost of flexibility in covenant calculations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 2, p. 205–227, 2002.

BEIRUTH, A. X. **Transformação estrutural de convenants com a adoção das IFRS no Brasil**. Tese de Doutorado (Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, 2015.

BENEISH, M. D.; PRESS, E. G. Interrelation Among Events of Default. **Contemporary Accounting Research**, v. 12, n. 1, p. 57–84, set. 1995.

BERLIN, M.; MESTER, L. J. Debt covenants and renegotiation. **Journal of Financial Intermediation**, v. 2, n. 2, p. 95–133, 1992.

BILLETT, M. T.; KING, T.-H. D.; MAUER, D. C. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 2, p. 697–730, abr. 2007.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. **Journal of Political Economy**, v. 81, n. 3, p. 637–654, maio 1973.

BM&FBOVESPA. **Guia de debêntures**. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 19 jan. 2017.

BODIE, Z.; TAGGART, R. A. Future Investment Opportunities and the Value of the Call Provision on a Bond. **The Journal of Finance**, v. 33, n. 4, p. 1187–1200, set. 1978.

BORGES, L. F. X. Covenants: instrumento de garantia em project finance. **Revista do BNDES**, v. 11, p. 1–24, 1999.

BRADLEY, M.; ROBERTS, M. R. The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. **Quarterly Journal of Finance**, v. 5, n. 2, p. 1550001, jun. 2015.

BRASIL. **Lei nº 12.431, de 27 de junho de 2011**: Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm>. Acesso em: 19 jan. 2017.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9–19, 2007.

BRYMAN, A. **Social Research Methods**. 3. ed. New York, NY: Oxford University Press, 2008.

BYUN, H.-Y. The Cost of Debt Capital and Corporate Governance

Practices. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, v. 36, n. 5, p. 765–806, 2007.

CHEN, K. C. W.; WEI, K. C. J. Creditors' Decisions to Waive Violations of Accounting-Based Debt Covenants. **The Accounting Review**, v. 68, n. 2, p. 218–232, 1993.

CHRISTENSEN, H. B.; NIKOLAEV, V. V. Capital Versus Performance Covenants in Debt Contracts. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 1, p. 75–116, mar. 2012.

CITRON, D. B. The Incidence of Accounting-based Covenants in UK Public Debt Contracts: An Empirical Analysis. **Accounting and Business Research**, v. 25, n. 99, p. 139–150, 1995.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate Governance in Asia: a survey. **International Review of finance**, v. 3, n. 2, p. 71–103, 1 ago. 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa nº 476/09. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst476.html>>. Acesso em: 26 set. 2016.

COSTELLO, A. M. Mitigating incentive conflicts in inter-firm relationships: Evidence from long-term supply contracts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 1, p. 19–39, 2013.

COSTELLO, A. M.; WITTENBERG-MOERMAN, R. The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 97–136, 2011.

DAY, J.; TAYLOR, P. The role of debt contracts in UK corporate governance. **Journal of Management and Governance**, v. 2, n. 2, p. 171–190, 1998.

DEMERJIAN, P. R. Accounting standards and debt covenants: Has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet covenants? **Journal of Accounting and Economics**, v. 52, n. 2–3, p. 178–202, nov. 2011.

DEMERJIAN, P. R. **Uncertainty and Debt Covenants**: Working paper. Available at SSRN 2066731 (2014). Acesso em: 15 Jun 2016. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066731>.

DEMIROGLU, C.; JAMES, C. M. The information content of bank loan covenants. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 10, p. 3700–3737, 2010.

DENIS, D. J.; WANG, J. Debt covenant renegotiations and creditor control rights. **Journal of Financial Economics**, v. 113, n. 3, p. 348–367, 2014.

DICHEV, I. D.; SKINNER, D. J. Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 4, p. 1091–1123, 2002.

EISENHARDT, M. Agency Theory: and Assessment Review. **The academy of management**, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989.

EL-GAZZAR, S.; PASTENA, V. Factors affecting the scope and initial tightness of covenant restrictions in private lending agreements. **Contemporary Accounting Research**, v. 8, n. 1, p. 132–151, 1991.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, abr. 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, jun. 1983.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131–156, 2013.

FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 255–307, 2001.

FROST, C. A.; BERNARD, V. L. The Role of Debt Covenants in Assessing the Economic Consequences of Limiting Capitalization of Exploration Costs. **Accounting Review**, v. 64, n. 4, p. 788–808, 1989.

GAVISH, B.; KALAY, A. On the Asset Substitution Problem. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 18, n. 1, p. 21, mar. 1983.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GOPALAKRISHNAN, V.; PARKASH, M. Borrower and Lender Perceptions of Accounting Information in Corporate Lending Agreements. **Accounting Horizons**, v. 9, n. 1, p. 13–26, 1995.

GRAHAM, J. R.; LI, S.; QIU, J. Corporate misreporting and bank loan contracting. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 44–61, 2008.

GUAY, W. R. Conservative financial reporting, debt covenants, and the agency costs of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2–3, p. 175–180, 2008.

HONG, H. A.; HUNG, M.; ZHANG, J. The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 644–681, jun. 2016.

INAMURA, Y. The determinants of accounting-based covenants in public debt contracts. **Journal of International Business Research**, v. 8, n. 2, p. 1–15, 2009.

ISMAIL, R. H. The Determinants of Financial Covenants on Private Debt: The Case of Listed French Companies. **Research Journal of**

Finance and Accounting, v. 5, n. 15, p. 176–184, 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

JIRAPORN, P. et al. Exploring the Agency Cost of Debt: Evidence from the ISS Governance Standards. **Journal of Financial Services Research**, v. 44, n. 2, p. 205–227, 2013.

KONRAHT, J. M.; CAMARGO, R.; VICENTE, E. Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 105–121, 2016.

KOTHARI, S. P.; RAMANNA, K.; SKINNER, D. J. Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2–3, p. 246–286, dez. 2010.

LA PORTA, R. et al. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, v. LII, n. 3, p. 1131–1151, 1997.

LIN, C. et al. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 1–23, 2011.

MALITZ, I. Evidence on Bond Issue Provisions On Financial Contracting: of Bond The Determinants. **Financial Management**, v. 15, n. 2, p. 18–25, 1986.

MATHER, P. Financial covenants and related contracting processes in the Australian private debt market: an experimental study. **Accounting and Business Research**, v. 30, n. 1, p. 29–42, 1999.

MATHER, P.; PEIRSON, G. Financial covenants in the markets for public and private debt. **Accounting and Finance**, v. 46, n. 2, p. 285–307, 2006.

MOHRMAN, M. B. The use of fixed GAAP provisions in debt contracts. **Accounting Horizons**, v. 10, n. 3, p. 78–91, 1996.

MOIR, L.; SUDARSANAM, S. Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts: the UK evidence. **Accounting and Business Research**, v. 37, n. 2, p. 151–166, 2007.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147–175, nov. 1977.

NASH, R. C.; NETTER, J. M.; POULSEN, A. B. Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 2, p. 201–232, 2003.

NIKOLAEV, V. V. Debt Covenants and Accounting Conservatism. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 1, p. 51–89, mar. 2010.

NIKOLAEV, V. V. **Scope for Renegotiation and Debt Contract Design**: Working paper. Chicago. Disponível em: <[http://faculty.chicagobooth.edu/valeri.nikolaev/PDF/Nikolaev 2012 Scope for renegotiation and debt contract design.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/valeri.nikolaev/PDF/Nikolaev%2012%20Scope%20for%20renegotiation%20and%20debt%20contract%20design.pdf)>.

NINI, G.; SMITH, D. C.; SUFI, A. Creditor control rights, corporate governance, and firm value. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 6, p. 1713–1761, 2012.

PAIK, D. G. H. et al. The Relation between Accounting Information in Debt Covenants and Operating Leases. **Accounting Horizons**, v. 29, n. 4, p. 969–996, dez. 2015.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, 1995.

RAMSAY, I.; SIDHU, B. Accounting and non-accounting based information in the market for debt: Evidence from Australian private debt contracts. **Accounting and Finance**, v. 38, n. 2, p. 197–221, nov. 1998.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Caracterização da Pesquisa em

Contabilidade. In: BEUREN, I. M. (Ed.). . **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SHIVAKUMAR, L. The role of financial reporting in debt contracting and in stewardship. **Accounting and Business Research**, v. 43, n. 4, p. 362–383, ago. 2013.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997.

SHUTO, A.; KITAGAWA, N. The Effect of Managerial Ownership on the Cost of Debt: Evidence From Japan. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 26, n. 3, p. 590–620, 2011.

SILVA, A. H. C. **Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais**. Tese de Doutorado (Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, 2008.

SILVA, V. A. B.; SAITO, R.; BARBI, F. C. The role of bond covenants and short-term debt: Evidence from Brazil. **BAR - Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 3, p. 323–346, 2013.

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese de Doutorado (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo, jun. 2004.

SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES. **Banco de dados: consulta a dados**.

SMITH, C. W. Perspective Debt on Accounting- Violations Based Covenant. **The Accounting Review**, v. 68, n. 2, p. 289–303, 1993.

SMITH, C. W.; WARNER, J. B. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 117–161, 1979.

TAYLOR, P. What do we know about the role of financial reporting in

debt contracting and debt covenants? **Accounting and Business Research**, v. 43, n. 4, p. 386–417, 2013.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. DE. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 42, p. 35–49, 2006.

TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. New Jersey: Princeton University Press, 2005.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, 1988.

TOY, N. et al. A Comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 9, n. 5, p. 1–13, 1974.

VALLE, M. R. DO. **Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento**. Tese de livre docência (Livre docência em Contabilidade). Universidade de São Paulo, 2008.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385–417, 2006.

WATTS, R. L. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 3, p. 207–221, set. 2003.

ZHANG, C.; ZHOU, S. Bond Covenants and Institutional Blockholding. n. Working paper. January, 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2565032>. Acesso em: 10 de Out. 2016.

ZIMMERMANN, C. An approach to writing loan agreement covenants. **Journal of Commercial Bank Lending**, p. 213–228, 1975.